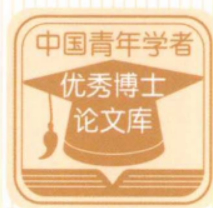
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财 务 会 计 与 资 本 市 场 系 列

股票市场错误定价、企业并购与财富效应

Stock Market Mispricing, Mergers & Acquisitions and Wealth Effect

彭正昌⊙著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财务会计与资本市场系列

股票市场错误定价、企业并购与财富效应

Stock Market Mispricing, Mergers & Acquisitions and Wealth Effect

彭正昌⊙著


中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

股票市场错误定价、企业并购与财富效应/彭正昌著
北京：中国经济出版社，2012.3
ISBN 978-7-5136-1330-9
Ⅰ.①股… Ⅱ.①彭… Ⅲ.①股票市场—关系—上市公司—企业兼并—研究—中国
Ⅳ.①F832.51 ②F279.246
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 269649 号

责任编辑 牛慧珍
责任审读 霍宏涛
责任印制 张江虹
封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京市昌平区新兴胶印厂
经 销 者 各地新华书店
开　　本 710mm×1000mm 1/16
印　　张 13.5
字　　数 130 千字
版　　次 2012 年 3 月第 1 版
印　　次 2012 年 3 月第 1 次
书　　号 ISBN 978-7-5136-1330-9/F·9171
定　　价 38.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68319116）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68359418 010-68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-68344225 88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

彭正昌的博士学位论文——《股票市场错误定价、企业并购与财富效应》，经过其认真、细致的整理、修改及完善，终成书稿即将出版问世。这部论著既是他对其在中国人民大学攻读博士学位期间诸多学术研究成果的系统梳理，也是对其长期从事资本市场投融资业务实践的经验总结。作为他的博士生导师，我为他所取得的研究成果感到由衷的高兴，也对他未来的职业发展充满期待并寄予厚望，欣然受邀为之序！

作为财务与金融学领域的重要课题，企业并购问题长期以来备受理论界和实务界的关注及热议。在较为成熟的资本市场中，企业并购有助于促使企业从生产经营向资本运营转变，并已成为企业实现规模扩张、优化资源配置、提升经营绩效、增强竞争实力的重要手段，也有利于促进资本市场和经济社会的进一步发展。然而，在股权分置改革

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前，中国资本市场流通股与非流通股并存的格局，不仅扭曲了股票定价机制，也限制了上市公司并购市场的培育和发展，严重弱化了资本市场的资源配置功能。随着股权分置改革的顺利完成，中国资本市场中的上市公司出现了新的基于价值发现的并购浪潮。无疑，结合国内外新近的理论假说与中国资本市场特殊的制度背景，深入系统地研究上市公司并购问题，及时为现行的业务实践和相关政策提供理论支撑，具有极其重要的理论与实际意义。几年前，他在阅读了国内外大量相关文献的基础上，紧密结合自身较为丰富的业务实践经验，经过缜密论证最终将股票市场错误定价驱动公司并购活动确定为其博士学位论文选题主旨。对此，尽管研究的难度很大，但虑及论题研究的价值很高，我当时是持赞同意见和鼓励态度的！

经过数年的艰辛探索与不懈努力，彭正昌圆满地完成了博士学位论文的写作，并顺利地通过了论文答辩，受到了同行专家的一致肯定和高度评价。他的博士学位论文合理借鉴了行为金融学的新近成果，恰当运用了中国资本市场的经验数据，对全流通背景下中国股票市场是否驱动公司并购进行了实证研究。此研究富有成效，实证分析发现：股票市场错误定价对于企业并购具有显著的推动作用，并且股票市场错误定价对企业并购的具体模式、支付方式和交易结果也具有显著的影响效应；此外，股票市场错误定价还会影响并购双方的短期市场反应和主并公司的长期经营业绩。这些研究成果不仅丰富了股票市场错误定价理论在新兴资本市场中的研究范畴，同时也为主并公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优化并购决策、目标公司择定并购方式、监管机构完善公司并购规制等提供了有益的参考甚或指导。

在具体的探究与著述过程中，他主要运用经验研究方法，对论及主题进行了深入细致的分析和研究，并秉承翔实而紧凑的原则，合理编排了其研究成果，遂成此部书稿。全部书稿以股票市场错误定价驱动公司并购为主线，按经典的经验研究模式搭建框架，将三个研究主题分别以不同的角度加以深入思考与精辟论述，且前后呼应，上下连贯，结构合理，体系完整。这部书稿，观点明确、逻辑严密、论述透彻、文笔流畅，研究结论及政策建议不仅具有重要的理论意义，而且具有重要的应用价值。由此亦可看出，彭正昌博士的理论基础扎实宽广，专业知识系统深入，学术悟性与研究水平高，业务实践和科研能力强。希望他持之以恒，锐意进取，争取有更好更多的问世新作！

宋　常

于中国人民大学明德楼

2012 年 2 月 18 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摘　要

在资本市场逐渐步入全流通时代之际,股票市价将日渐成为股东财富的统一衡量标准;相应地,资本市场(股权投资者)对公司股票的价值评估很可能会影响上市公司的并购行为及其经济后果,国外相关经典文献通过理论推导与实证检验已经证明了这种作用机制的存在。那么,对于处在转轨经济加新兴市场环境下的中国上市公司而言,其实施并购的动因、并购行为及其经济后果是否也受资本市场环境及投资者对股票估值的影响呢？由于并购数据和制度变迁方面的限制,国内关于并购问题的研究相对比较匮乏,从上述角度对并购问题展开的研究就更少。有鉴于此,本书试图运用行为金融学中的有关理论假说,根据 Shleifer and Vishny(2003)所提出的股票市场驱动公司并购活动的理论与 Rhodes - Kropf and Viswanathan(2004)建立的随机行为模型(Logistic Model),对全流通时代中国股票市场是否驱动公司并购进行实证研究。

本书的研究创新主要体现在以下几个方面:①利用市场错误定价理论与随机行为模型,针对全流通时代中国股票市场错误定价对上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司并购的驱动作用进行实证研究。②与国外同类研究相比，本书除了检验中国股票市场对并购的驱动作用外，还试图检验市场气候（市场高估期间）与并购的关联程度。此外，本书还将对是公司的价值过度高估还是整个市场的情绪影响并购模式、并购的支付方式以及交易结果进行全面实证检验。③本研究在构建实证模型用于解释并购动因及经济后果时还考虑了中国上市公司特有的制度背景，增加了Rhodes - Kropf and Viswanathan（2004）等文献没有涉及的一些因素，比如股权性质（最终控制人类别）、股权集中度等，从公司治理角度深入公司层面分析了不同微观背景下市场错误定价对并购活动的影响。

本书在文献回顾的基础上首先研究了公司股票价格波动对并购活动的影响。这是检验市场错误定价假说的第一步，通过考察公司股票估值情况与并购宣告的一致性，来分析公司股票相对于市场和行业的估值情况对并购活动的推动作用。当然，第一步的检验还依赖于另外一个方面，即所研究事件的并购模式是否也符合市场错误定价假说的分析逻辑，因此，在第一步实证分析中还着重分析了公司股票估值情况对并购模式的影响。在前述分析的基础上，本书随后从支付方式和交易结果两个角度对市场错误定价假说进行了检验。支付方式角度主要考察不同的估值情况在市场错误定价假说中是否对应了相应的支付方式，交易结果则分析了不同估值情况和市场高估情况下并购活动成败情况。此后，第五章研究了股票市场错误定价与企业并购的财富效应。并购宣告前后市场对股票重新估值或者并购完成后公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营业绩发生变化都可能会引起股东财富的变化，在第五章中从市场绩效和财务绩效两个方面分析了并购的财富效应。

本书以2005年1月至2010年6月为观测期，选取发生在沪深两市A股上市公司之间的并购事件作为研究样本，对其进行了较为详细的研究，并得出了以下结论：

1. 股票市场错误定价对于企业发动并购具有显著的推动作用，具体表现为以下几点：①相对于目标公司而言，股票价值被高估的主并公司家数更多，并且主并公司的股票价值被高估的程度更大。②发生在市场高估期间的并购事件起数明显多于市场低估期间，表明股票市场气候确实能影响并购活动发生的频率。③公司股票价值越是被高估，则该公司越有可能发动并购，成为主并公司；具体到公司特征而言，公司的资产规模越大，成长性越好，则越倾向于发动并购；此外，非国有企业似乎更有可能成为主并公司。

2. 股票市场错误定价对企业并购模式具有显著影响。具体而言，并购双方的股票在并购宣告前的价值越是被高估，主并公司越有可能通过公开市场收购而非协议收购目标公司的股份，该结果与西方文献的研究发现并不一致。此外，主并公司在并购宣告前的成长性越好、股权集中度越高，则其在并购决策中越是倾向于采用公开市场收购。

3. 股票市场错误定价对并购支付方式具有显著影响。一方面，相对于市场低估年份而言，发生在市场高估年份的并购事件更有可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用股票支付。另一方面，主并公司与目标公司的股票价值在并购宣告前越是被高估，则并购越有可能采用股票支付方式。此外，就主并公司特征而言，资产负债率越高，越是倾向于采用股票支付；而成长性越高、公司规模越大、股权集中度越高，则越有可能采用现金支付。

4. 股票市场错误定价还影响着企业并购的交易结果。不论是主并公司还是目标公司，并购宣告之前的股票价值越是被高估，那么并购越有可能成功。同时，主并公司在并购宣告之前的成长性越好，并购成功的几率也将越大。

5. 股票市场错误定价对并购双方的短期市场反应与主并公司的长期经营业绩具有一定影响。从短期市场反应来看，并购双方的股东在宣告日附近通常能获得显著为正的累计超额收益；在整个事件窗口内，目标公司股东所获得的累计超额收益大于主并公司股东。与市场低估期间相比，发生在高估期间的并购能为主并公司股东创造更多的短期财富；主并公司的股票价值在并购宣告前越是被高估，采用现金支付对主并公司的股东越是不利，并购的短期市场反应越差。从长期经营业绩来看，主并公司在并购完成当年通常表现良好，然而这种状况很难持续下去，与并购完成当年相比，并购完成次年的经营业绩出现明显下滑。单变量检验结果表明，这种长期财富效应的逆转在一定程度上与并购宣告前的股票市场错误定价有关。

关键词：错误定价；并购动因；并购模式；支付方式；财富效应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Abstract

As all stocks of listed companies in China capital market becoming circulating, the stock price will become a unified measure of shareholder wealth. Accordingly, the capital market's evaluation of the company's stock is likely to affect the behavior and the acquisition of listed companies. A series of foreign literature have proved the existence of such a mechanism through theoretical analysis and empirical test. When it come to China capital market, Is the above conception also true? Due to the changes of the acquisition data and system restrictions, the domestic research on mergers and acquisitions are relatively scarce, the studies from the above angle is very few. So, according to the stock market-driven M & A activity theory (Shleifer and Vishny, 2003) and the random behavior model (Rhodes-Kropf and Viswanathan, 2004), this paper attempts to use

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

some concept of behavioral finance theory to study this topic.

The innovation of this paper can be listed as follows: (1) Using the stock market-driven M & A activity theory and the random behavior model analyze the affect of the mis-pricing of China capital market on M & A activity. (2) Compared with similar studies, this paper tried to test the market climate (the market over-period) which associated closely with the acquisition besides test the driver factors of M & A from the mis-pricing angle. In addition, we will also test the affect of overestimated of the company value and the emotion of market on M & A mode, payment of transaction and the results of M & A. (3) The empirical model used to explain M & A and its economic consequences for China's listed companies have considered the unique institutional background, and have added lots of factors which Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004) and other documents have not covered, such as the nature of equity (final controller category), ownership concentration, etc. .

Basing on literature review, this paper studies the company stock price fluctuations' effects on the M & A activities firstly. This is the first step to test market mispricing hypothesis. By examining the situation of company stock valuations and the acquisition announcement, to analyze the company's stock mispricing's effect on M & A activity. In addition, the first step of the test also depends on another test that is the pattern of events is

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

also in line with M & A market mispricing hypothesis. Therefore, in the first empirical analysis, this paper analyzed the estimation of the stock valuations' effect on M & A pattern. Basing on the foregoing analysis, this paper tested the mispricing hypotheses from payment and the subsequent acquisition result. Since then, the fifth chapter studied the wealth effect of mergers and acquisitions. Because both the acquisition announcement on the stock market and the changes from operating results may be caused changes in shareholder wealth, this paper studied this problem from two aspects: market performance and financial performance.

In this paper, the observation period is from January 2005 to June 2010, we select the M & A events which happened between our listed companies as this paper's samples. After detailed study, we reached the following conclusions:

1. Mispricing of the stock market play a significant role in promoting the mergers and acquisitions. The effects can be listed as follows: (1) the number of acquiring companies which have been overvalued is more than target companies'. What's more, the degree of overvalued stocks of acquirer companies even more. (2) the number of events which occurs in the market over-estimated period is more than the market underestimated period. (3) the more the value of company stock was overvalued, the company launched the merger more likely to become an acquirer company. When

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

it specific to the company characteristics, the larger of the company's assets and the better of the growth, the more inclined to launch merger. In addition, non-state-owned enterprises seem more likely to launch merger and become acquiring companies.

2. The mis-pricing of Stock market has a significant impact on the model of mergers and acquisitions. In particular, both the value of acquirer and target companies the more overvalued before the announcement, the more likely the acquirer company acquired through open market rather than an agreement to acquire the target company's shares, the results is not consistent with Western literature. In addition, the better of the acquirer companies' growth before the acquisition announcement and the higher of ownership concentration, the more tend to use open market acquisitions.

3. The stock market mis-pricing has a significant impact on M & A payment method. On the one hand, relative to the underestimated the years, the occurrence of mergers and acquisitions in the over-year events are more likely to use stock payment. On the other hand, the more overvalued of the acquirer and target companyies' stock value before the acquisition announcement, the merger more likely to use stock payment. In addition to the acquirer companies' characteristics, the higher the debt ratio, the more we tend to use stock to pay; and the and the better of the growth, the better of the liquidity and the higher of ownership concentration, the

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

more the possibility of using cash.

4. Mispricing of the stock market also affects the result of mergers and acquisitions transactions. Whether it is the acquirer company or target company, if the value of the stock before the acquisition announcement is more overvalued, then it is more likely leading to a successful mergers and acquisitions. Meanwhile, the better the growth of the acquirer company before the acquisition announcement, mergers and acquisitions will be greater chances of success.

5. Stock market mis-pricing of M & A has a certain influence on the companies' market reaction from both the short-term and long-term. From short-term market reaction, both the acquirer and target companies can obtain a positive cumulative abnormal return. In the whole event window, the target company shareholders obtained more cumulative abnormal return than the acquirer companies' shareholders. Compared to the undervalued period, during the over-estimated period in mergers and acquisitions can create more wealth for shareholders. the more overvalued of the acquirer company's stock before the acquisition announcement, the more negative by using of cash payments for the shareholders, and M & A will get a worse short-term market reaction. From the long-term business performance view, the acquirer companies usually perform well in the year of mergers and acquisitions, but this situation is difficult to continue. The univa-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

riate test results showed that the reversal of this long-term wealth effect is related to the stock market mispricing.

Key words: mis-pricing; motivation of merger and acquisition; modes of merger and acquisition; patterns of payment; wealth effect

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CONTENTS 目录

第1章 导论 / 1

1.1 选题背景与研究意义 / 1

1.1.1 选题背景 / 1

1.1.2 研究意义 / 4

1.2 研究内容与研究方法 / 6

1.2.1 研究内容 / 6

1.2.2 研究方法 / 9

1.3 研究创新与研究难点 / 10

1.3.1 研究创新 / 10

1.3.2 研究难点 / 13

第2章 文献综述 / 15

2.1 并购动因文献综述 / 16

2.1.1 主动并购驱动因素分析 / 17

2.1.2 被动并购驱动因素分析 / 30

2.1.3 并购驱动因素相关文献小结 / 33

2.2 并购支付方式文献综述 / 33

2.2.1 关于支付方式选择的研究 / 35

2.2.2 支付方式选择的经济后果 / 43

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.2.3 并购支付方式相关文献小结 / 46
2.3 企业并购经济后果相关文献综述 / 46
2.3.1 国外相关文献综述 / 48
2.3.2 国内相关文献综述 / 56
2.4 本章小结 / 61

第3章 股票市场错误定价对企业并购的驱动分析 / 63

3.1 引言 / 63
3.2 理论分析与研究假设 / 65
3.2.1 股票市场错误定价对企业并购的驱动分析 / 65
3.2.2 研究假设 / 66
3.3 样本选择与数据来源 / 69
3.4 研究设计 / 70
3.4.1 变量选择与定义 / 70
3.4.2 模型设定 / 75
3.5 实证结果与分析 / 79
3.5.1 描述性统计 / 79
3.5.2 回归分析 / 86
3.6 本章小结 / 94

第4章 股票市场错误定价与支付方式及交易结果 / 97

4.1 引言 / 97
4.2 理论分析与研究假设 / 98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2.1 理论分析 / 98

4.2.2 研究假设 / 100

4.3 样本选择与数据来源 / 102

4.4 研究设计 / 103

4.4.1 变量选择与定义 / 103

4.4.2 模型设定 / 107

4.5 实证结果与分析 / 109

4.5.1 描述性统计 / 109

4.5.2 回归分析 / 111

4.6 本章小结 / 119

第5章 股票市场错误定价与企业并购的财富效应 / 121

5.1 引言 / 121

5.2 企业并购的短期财富效应 / 124

5.2.1 研究假设 / 125

5.2.2 样本选取 / 127

5.2.3 短期市场反应中累计超额收益(CAR)的计算 / 128

5.2.4 变量定义 / 131

5.2.5 模型设计 / 134

5.2.6 实证结果及分析 / 135

5.3 企业并购的长期财富效应 / 146

5.3.1 数据来源与样本筛选 / 146

5.3.2 经营业绩指标选取与长期财务绩效衡量 / 147

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.3.3 长期财富效应及其分类检验 / 149
5.4 本章小结 / 153

第6章 结论、研究局限与展望 / 155

6.1 研究结论 / 155
6.2 研究局限与展望 / 158

参考文献 / 162
致 谢 / 186

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CONTENTS 图表目录

图 1－1　中国上市公司并购统计(2005－2009)　／　4
图 1－2　本书研究内容与逻辑架构　／　9
图 2－1　并购动因的分类　／　16
图 5－1　并购双方事件日前后的累计超额收益(CAR)分布　／　139
表 3－1　变量定义　／　73
表 3－2　并购事件的描述性统计　／　79
表 3－3　样本公司的特征变量(均值)描述性统计　／　80
表 3－4　市场高估期间与低估期间的划分　／　81
表 3－5　并购宣告样本在不同市场气候下的分布　／　81
表 3－6　线性回归估值法下样本的行业、年度分布　／　82
表 3－7　线性估值模型回归结果　／　83
表 3－8　并购宣告回归模型中解释变量(虚拟变量除外)的描述性统计　／　85
表 3－9　并购模式回归模型中解释变量(虚拟变量除外)的描述性统计　／　85
表 3－10　主并公司与目标公司价值高(低)分布情况　／　86
表 3－11　高低估期间主并公司与目标公司的比较　／　88

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表3－12 并购宣告回归模型中变量间的相关系数 / 89
表3－13 并购模式回归模型中变量间的相关系数 / 90
表3－14 并购宣告模型回归结果 / 91
表3－15 并购模式模型回归结果 / 93
表4－1 变量定义 / 106
表4－2 并购事件的描述性统计 / 109
表4－3 支付方式回归模型中解释变量(虚拟变量除外)的描述性统计 / 110
表4－4 交易结果回归模型中解释变量(虚拟变量除外)的描述性统计 / 111
表4－5 支付方式回归模型中变量间的相关系数 / 112
表4－6 交易结果回归模型中变量间的相关系数 / 113
表4－7 高低估期间支付方式的选择检验 / 114
表4－8 高低估期间现金支付和股票支付—主并公司和目标公司的比较 / 115
表4－9 支付方式模型回归结果 / 117
表4－10 交易结果模型回归结果 / 118
表5－1 变量定义 / 134
表5－2 主并公司与目标公司的日均超额收益(AAR)与累计平均超额收益(CAAR) / 136
表5－3 主并公司在各窗口期内的累计超额收益及其分类检验 / 140
表5－4 解释变量的描述性统计 / 141
表5－5 回归估值法下各窗口期累计超额收益回归结果 / 142

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5－6　相对估值法下各窗口期累计超额收益回归结果　／　145
表5－7　经营业绩指标定义　／　148
表5－8　主并公司在并购完成当年与前一年的经营业绩比较　／　151
表5－9　主并公司在并购完成后一年与并购完成当年的经营业绩比较　／　152

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 导 论

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

企业并购在资本市场正变得日益普遍。并购活动加速了资本迅速聚集和扩张，推动了产业升级和资源在全社会范围的优化配置。企业并购一直是公司财务研究所关注的领域，尤其是行为财务学出现以来，学者们开始探索人的因素，如管理者情绪、投资者情绪、市场错误定价等对企业并购活动的影响。近年来，有学者开始研究股票市场定价与并购活动之间可能存在的关系。Jovanovic and Rousseau（2002）的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究发现，并购活动高发期与股票市场高价格期正相关。Shleifer and Vishny(2003)的研究堪称经典，他们提出了股票市场错误定价驱动公司并购活动(SMDA)的假说，该假说建立在市场择时(market timing)理论的基础之上。该假说认为，主并公司的管理层为追求股东财富最大化而服务，不同的是它放松了并购活动能产生财富的假说以及资本市场完全有效性假说。进而，由于资本市场的非完全有效性，在市场繁荣时期就必然会使一部分公司股票市值被高估，更为确切地说，只要市场非完全有效性，那么在任何一个时期都会存在着一部分公司股票市值被高估，而一部分公司股票市值被低估的情况，而假设此时主并公司的管理层是完全理性的，他们明确地知道哪些公司股票被高估，哪些公司股票被低估，为了避免本公司股东财富的缩水，理性的管理层便会以自身被高估的股票来购买那些未被市场高估企业的资产(或者说被高估程度稍低的企业资产)，形成套利。Rhodes - Kropf, Robinson and Viswanathan(2005)的实证结果较好地验证了这一理论假说。

中国资本市场从1993年出现首例并购案，到2005年的股权分置改革前，公司并购市场大致经历了三个发展阶段，但由于我国上市公司大多由国有企业改制而来，在股权上也必然是以国有股为主体(包括国家股和国有法人股)，这就形成了我国资本市场上市公司的“二元股权结构”和国有股的“一股独大”的独特现象。“二元股权结构”的存在，使得中国股市存在着非流通的国家股和法人股，流通股股价的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动难以衡量非流通股股东的财富变化，公司的价值最大化与大股东的利益最大化并不完全一致，这就构成了我国资本市场特有的结构性障碍，在这种情况下，控股股东完全可能采取对自身有利而对上市公司不利的行动。因此，股权分置改革之前所出现的三次并购浪潮，不是严格意义上的基于市场价值的并购。

2005年9月，中国证监会颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》，上市公司的大股东以支付对价的方式给广大流通股股东进行补偿以换取流通权，这标志着股权分置改革正式全面展开。2006年5月《上市公司证券发行管理办法》出台，标志着股权分置改革基本完成，中国股市逐步步入全流通时代。长期制约我国证券市场的结构性障碍慢慢消失，上市公司控股股东追求市值最大化的行为模式得到确立。随着股权分置改革的完成，中国上市公司股权结构进一步分散，加之中国资本市场相关法律法规的不断完善，上市公司并购活动日趋活跃。如图1－1所示，在未推行股改的2005年，中国上市公司并购数量仅为42件，并购金额为33.19亿元。但在股改完成后，中国上市公司并购数量呈爆发态势，无论是并购数量还是并购金额均迅速上升，2008年并购数量达到167件，是2005年的398%；2008年并购金额为648.38亿元，是2005年的1953%；2008年平均并购金额达4.19亿元，是2005年的479%。在面临严重金融危机的2009年，中国上市公司并购数量仍创五年来新高，达212件。

但学术界对中国资本市场上并购新动向的研究要明显滞后于上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

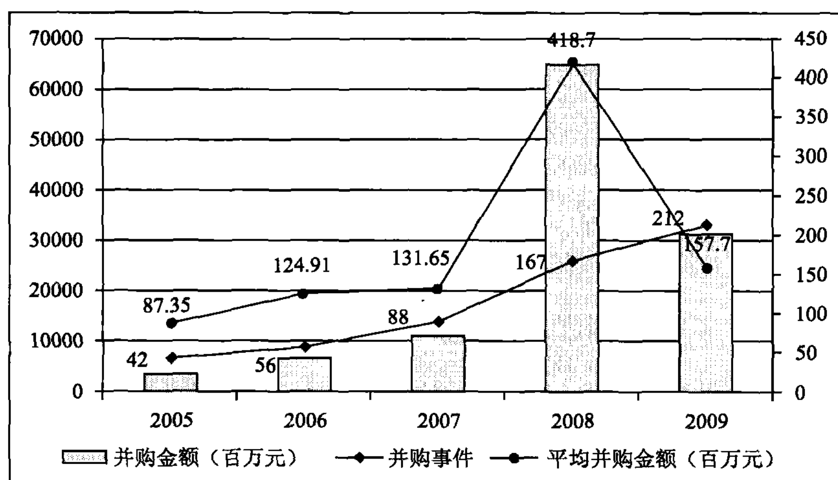


图 1－1 中国上市公司并购统计(2005－2009)

数据来源:清科研究中心,《中国上市公司并购绩效专题研究报告》,2010 年 5 月。

公司并购实践的发展。本书受 Shleifer and Vishny(2003)及 Rhodes－Kropf, Robinson and Viswanathan(2005)提出的股票市场驱动公司并购理论的启示,试图对全流通时代到来后中国股票市场,特别是市场的错误定价,是否对公司的并购活动具有驱动作用进行检验。

1.1.2 研究意义

1. 理论意义

本书的研究拓展了市场错误定价理论的研究范畴。以往的研究多将该理论用于检验西方成熟资本市场的并购活动,很少用于解释发展中国家的并购活动。在解决了长年影响中国上市公司并购行为的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策因素、制度因素、法律因素及金融环境因素之后，从 2006 年开始，中国上市公司出现了新的基于价值发现的并购浪潮。在这种形势下，结合国内外最新的理论假说与中国制度背景来研究上市公司并购行为已经成为实践发展的迫切需要。本书结合现代公司财务理论，特别是 Shleifer and Vishny(2003)所提出的有关股票市场驱动公司并购活动的理论(SMDA)，即市场错误定价假说(市场择时理论)，对全流通时代中国上市公司并购活动的驱动因素、并购支付方式选择及并购后的经济后果等进行系统研究，这对于丰富市场错误定价理论的研究范畴具有重要意义。

2. 实践意义

首先，本书将为主并公司优化并购决策提供参考。在全流通时代，企业并购已成为上市公司实现规模扩张、优化资源配置的重要手段。为使企业并购成功完成，深入探析上市公司并购决策的影响因素、并购方式、并购支付方式及其经济后果对准备实施并购行动的上市公司而言尤为重要。本书的研究为拟采取并购行动的上市公司选择合适的并购时点、并购方式及支付方式，最终实现成功并购具有重要的实践意义。

其次，本书为目标公司选择最有利于自己的并购方式提供了现实依据。随着中国市场经济的不断完善，市场竞争日趋激烈，不少公司面临被并购的情况。如何实现股东价值最大化，是目标公司管理层及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东的共同考虑。在合适的时间，选择恰当的主并公司，选择最有利的并购支付方式，是各目标公司需要思考的首要问题。本书通过大量的理论分析和实证检验研究了企业并购的短期宣告效应及其长期绩效，为目标公司选择正确的主并公司提供了借鉴。

最后，本书也为监管机构完善上市公司并购制度，提高监管效率提供了决策依据。与国外成熟的资本市场相比，中国资本市场的成立时间较短，在上市公司并购实践中逐渐暴露出一些制度性缺陷，如何进一步完善上市公司并购的相关规定、规范上司公司的并购行为成为监管机构需要着力解决的迫切问题。本书通过客观研究不同并购时点、并购对象及支付方式下并购后经济后果的差异，一方面，为监管机构完善现有并购相关法律法规提供启示；另一方面，为监管机构强化上市公司信息披露，防止恶意并购扰乱市场秩序、侵害投资者合法权益提供决策参考。

1.2 研究内容与研究方法

1.2.1 研究内容

本书将利用现代公司财务理论从企业是否宣告并购、并购模式（协议收购、公开市场收购）、支付方式及并购的财富效应等角度去研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究中国上市公司的并购动因、并购行为及其经济后果，系统而深入地检验中国股票市场错误定价与公司并购之间的相关关系，进而试图回答以下问题：

1. 市场错误定价是否影响及如何影响企业并购决策？具体而言，作为上市公司，会不会利用自己公司股价被高估的时机，以股票支付方式对目标公司进行并购，以节省并购所需的现金？

2. 市场错误定价是否影响及如何影响企业并购模式？以本书研究的主题为例，中国上市公司的股价波动对并购活动中是采用协议收购还是公开市场收购是否会产生影响？

3. 市场错误定价是否影响及如何影响企业并购的支付方式？具体而言，主并公司是否会在自身股价被高估时采用股权作为支付方式，而在公司股价被低估时采用现金支付方式？

4. 市场错误定价是否影响及如何影响并购双方在并购宣告前后的短期市场反应、并购完成前后的长期经营业绩变化？

基于上述研究问题，本书的相关研究内容设计如下：

第1章是导论部分。本章主要包括本书的研究背景、研究意义、研究内容、研究方法、研究创新及研究难点等内容。

第2章是文献回顾。本章主要从三个方面对国内外企业并购相关文献进行了梳理和总结：企业并购的动因研究；企业并购的支付方式选择及其经济后果研究；企业并购的市场绩效及财务绩效研究。最后，对现有的文献做了简要评价，并引出本书的后续研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章是股票市场错误定价对企业并购的驱动分析。本章以 2005 年 1 月至 2010 年 6 月之间在沪深 A 股上市公司间发生的并购事件为研究对象，从并购宣告和并购模式两个角度检验了市场错误定价假说在中国的适用性，发现市场错误定价假说中的前提假设，即公司价值高估是否驱动了公司之间并购活动的发生，处在市场高估期的公司并购活动是否更为普遍。

第 4 章是股票市场错误定价与支付方式的选择、交易结果。本章从支付方式和交易进程的角度为资本市场错误定价假说在中国的适用情况提供全面的经验证据。最后发现主并公司的股票价值越高估，越倾向于采用股票支付，且实施并购越容易成功。

第 5 章是股票市场错误定价与企业并购的财富效应。按照财富效应对应的期间，本章分短期财富效应与长期财富效应两个层次展开研究。其中，短期财富效应着重考察并购宣告对并购双方股价的影响，长期财富效应研究主并公司在并购完成前后的经营业绩变化。

第 6 章是结论部分。本章主要包括研究结论、启示及研究局限，对第 3 章、第 4 章、第 5 章得出的研究结果进行扼要归纳，总结了本书中存在的不足之处，并提出未来进一步研究的方向。

为了更直观而清晰地把握研究内容及其逻辑关系，现将本书的逻辑架构图示如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

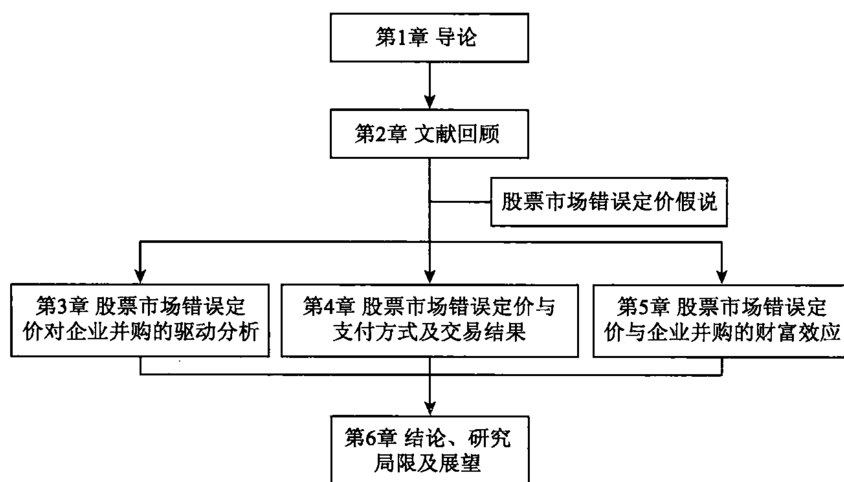


图 1－2 本书研究内容与逻辑架构

1.2.2 研究方法

总体而言，本书采用实证研究与规范研究相结合的研究方法，并且以实证研究为主，在论证过程中贯穿了定性分析与定量分析相结合、系统分析与比较分析相结合的思路。一方面，实证结果不仅验证了现有的理论假说，而且丰富了国内外已有的经验证据；另一方面，中国特有的制度背景与西方成熟的理论框架又为本书实证结果提供了较为合理的理论解释。

在本书的实证研究部分，涉及的具体模型与检验方法包括事件研究法、参数和非参数检验、Logit 回归模型、多元线性回归模型等多种研究方法。数据分析采用 stata 10.0 处理。各章节采用的主要研究方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法如下：

第 2 章主要采用规范分析的方法，对国内外有关企业并购的相关文献进行了全面梳理和总结。

第 3 章和第 4 章均采用 Logit 模型。其中第 3 章主要检验股票价值高估程度与并购宣告、并购方式之间的关系，对股票价值高估程度采用相对估值法和回归估值法予以度量。第 4 章主要检验股票价值高估与并购支付方式、交易结果（即并购是否成功）之间的关系。

第 5 章主要采用事件研究法，涉及描述性统计、单变量检验与多元线性回归方法，检验了股票市场错误定价与企业并购的财富效应之间的关系。

第 6 章是本书的研究结论，包括研究结论、研究局限以及未来的研究展望。

1.3 研究创新与研究难点

1.3.1 研究创新

国内有关公司并购研究大多数都是以股权分置改革前发生在中国资本市场的并购事件为样本，通过事件研究法和经营业绩对比法（会计事件法）对并购的短期绩效或长期绩效进行实证检验。而对并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购动因的研究往往从效率理论、代理理论、管理者自大理论以及掏空与支持理论着手，或者从单一动机角度，或者从多元动机的角度进行实证分析。在国内企业并购理论研究中，西方成熟的并购动机理论拿到国内所出现的“水土不服”的根本原因在于，中国上市公司并购的基本制度、金融环境和市场机制与西方成熟的市场化国家存在着较大差异。股权分置改革成为中国股票市场实现与国际接轨的关键步骤，它使中国股票市场进入了新的纪元。随着市场开放程度的提高与流通股比例的日渐增大，不同类型的股东财富都直接与股票市价挂钩，因而市场对公司股票的价值评估在很大程度上影响了并购的发生及其经济后果。因此，本书试图运用行为金融学中的有关理论假说，根据 Shleifer and Vishny(2003)所提出的股票市场驱动公司并购活动的理论(SMDA)，即市场择时理论(市场错误定价假说)和 Rhodes－Kropf and Viswanathan(2004)建立的随机行为模型(Logistic Model)，对全流通时代中国股票市场是否驱动公司并购进行实证研究。

本书的选题在国内公司财务研究领域具有一定的前瞻性。尽管 Shleifer and Vishny(2003)所提出的市场择时理论(市场错误定价假说)时间并不长，但在西方已经引起了理论界和实务界的广泛关注。目前，国内学者对 Shleifer and Vishny(2003)的市场择时理论还处在理论引入阶段(陈雨露、汪昌云，2006；胡开春，2007；叶会、李善民，2008)，而实证研究则由于中国股票市场全流通时代才刚刚到来，目前尚无学者对其进行检验，这说明该理论有关研究在国内学术界才刚刚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起步。本书试图通过实证分析来检验市场错误定价对中国股票市场中并购现象的解释力。因此，本书的创新之处主要表现在以下几个方面：

（1）与国内研究企业并购的大多数文献不同的是，本书基于 Shleifer and Vishny（2003）所提出的市场错误定价假说和 Rhodes – Kropf and Viswanathan（2004）建立的随机行为模型（Logistic Model），首次对全流通时代中国股票市场错误定价与上市公司并购之间的关系进行了全面而深入的实证检验。

（2）本书与 Dong et al.（2006），Rhodes – Kropf，Robinson and Viswanathan（2005），Ang and Cheng（2006）对美国股市的研究内容非常相关。但是，本书与上述文献的不同之处在于：第一，Ang and Cheng（2006），Dong et al.（2006）的研究仅提供了公司价值过度高估是公司进行并购活动重要动机的经验证据，本书除了运用他们的方法检验中国股票市场对并购的驱动作用外，还试图检验市场气候（市场高估期间）与并购的关联程度。第二，Rhodes – Kropf，Robinson and Viswanathan（2005）的有关“个别公司的价值与整个产业的价值的偏离驱动并购活动”的理论在美国得到了支持，但是对中国股票市场是否同样具有解释力，还有待于检验。第三，本书还将对是公司的价值过度高估还是整个市场的情绪影响并购模式、并购的支付方式以及交易结果进行了全面实证检验。

（3）本书在构建实证模型用于解释并购动因及经济后果时还考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了中国上市公司特有的制度背景，增加了 Rhodes – Kropf and Viswanathan(2004)和 Rhodes – Kropf, Robinson and Viswanathan(2005)等文献没有涉及的一些因素，比如股权性质(最终控制人类别)、股权集中度等。

(4)本书在检验企业并购的财富效应时除了考察并购双方在宣告日前后的短期市场反应外，还考察了主并公司在并购完成前后的长期经营业绩变化。

1.3.2 研究难点

首先，中国的股权分置改革于 2006 年 5 月完成，至今才四年有余，而按国外学者的研究范式，研究上市公司之间并购的长期财富效应通常涉及并购完成后 3 – 5 年的市场数据和财务数据，由于样本观测期较短，符合要求的样本观测值偏少，这不仅增加了样本筛选的工作量，而且研究结论的可靠性在一定程度上将受到影响。

其次，如何准确界定股票市场处于高估期和低估期以及个股价值的高估程度也是本书的一大难点。本书的研究背景定位于中国股票市场进入全流通时代，较之西方发达的资本市场，中国资本市场创立的时间不长，监管制度和交易机制还不太完善，不同类型的投资者之间信息不对称的程度较高，多数投资者的投机倾向性强，这就使得中国股票市场行情波动频繁，股票市价长期偏离股票内在价值，因此，如何利用西方经典理论与计量方法来衡量个股价值高估程度和区分市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的高估期与低估期，这是国内有关公司财务和资本市场的研究所面临的共同难题，在本书的实证部分对此作出了尝试。

此外，制度因素对上市公司的并购活动有着重要的影响。不同的制度背景变迁可能会与市场价格波动共同作用于并购活动，即使是并购活动后期的市场反应情况，也会受到制度因素的影响，如中国股票市场现行交易制度中的涨跌停制度和停牌制度，部分上市公司在并购宣告前后有可能出现连续几个交易日涨停的现象，更进一步地，由于非 ST 公司与 ST 公司的涨跌停限制存在明显差异，对于 ST 公司来说，这一交易机制的存在很可能会导致该类公司的股票对于并购宣告无法作出及时而充分的反应。因此，很难将制度因素对并购活动的影响与市场错误定价对并购活动的推动完全分离开来，除此之外，本书研究样本量和并购数据筛选情况也加大了解决该问题的难度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 文献综述

随着股份制企业日渐成为经济发展的主体，由于信息越来越透明，通过股票市场实施并购的交易费用将越来越低，并购事件发生的频率越来越高。美国企业在20世纪先后经历了五次并购浪潮，这引起了学术界的广泛关注，并伴随有大量研究成果出现。然而，时至今日国内外学者对企业并购的诸多问题仍存在较多争论（Nitzan，2001；Gugler，Mueller and Yurtoglu，2006）。激烈的争辩引发了许多学者对并购现象的深入思考与分析，因此有必要结合本书的研究内容对以往的研究成果进行系统梳理。国内外学者关于企业并购的研究主要集中在以下三个方面：一是企业并购的动因研究，目前较为流行的解释主要有生产效率驱动、资本市场环境驱动（如市场错误定价、投资者情绪波动）、管理者驱动、竞争环境驱动和经营困境驱动。二是企业并购支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付方式的研究，主要包括对支付方式选择及不同支付方式经济后果两个方面的探讨。三是企业并购行为经济后果的研究，这方面的研究主要围绕并购后主并公司和目标公司市场绩效与财务绩效展开，市场绩效主要考察并购事件对并购双方股价的影响，并用（累计）超额收益来度量此种影响；财务绩效的研究方法相对简单，主要研究并购完成前后期的财务指标比对。本章也将从这三个角度出发，对以往文献择其要者予以回顾。

2.1 并购动因文献综述

关于企业并购动因，本书按照图 2－1 所示的框架来分类整理既有的研究成果。

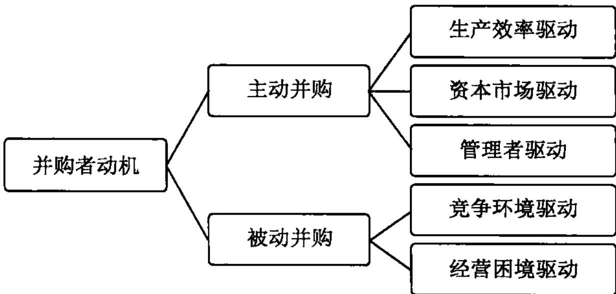


图 2－1 并购动因的分类

本书研究并购动机一般是从主并公司角度出发，而主并公司的并购决策可以分为两种情况，即主动并购和被动并购。多数学者关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是主动并购,他们分析主并公司的各种特征对于并购决策和并购活动的影响。但是也有学者意识到并购活动有时仅仅是迫不得已而为之,并非具有长远的战略意义。在主动并购的案例中,有的企业是为了优化资源配置从而提高企业效率,也有的企业是为了实现市场错误定价带来的收益,还有的并购仅仅是出于管理者的过度自信而非企业整体利益。在被动并购中,有的是企业运行良好,但是考虑到市场竞争格局的变化不得已要通过并购扩大企业规模;有的企业则是运营出现困境,希望借助并购寻找突破口。本书将依次对已有相关文献进行全面梳理。

2.1.1　主动并购驱动因素分析

1. 生产效率驱动

为了降低运营成本,有些企业希望通过并购达到更高的效率,此目的主要是通过所谓的经营协同效应来实现。Ansoff(1965)最早提出协同效应理论,该理论是指并购双方资产、能力等方面的互补或协同从而提高公司业绩和创造价值,即合并后公司的整体业绩会大于合并前各自原有业绩的总和。经营协同效应可以通过横向并购、纵向并购或者混合并购实现。

(1)横向并购的协同效应

横向并购的经营协同效应主要通过规模经济来实现。规模经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是西方经济学家解释企业并购动因的最早理论之一。所谓规模经济，是指在每个时期内，企业从事产品生产的业务、职能的绝对量增加时，其单位成本下降。该理论认为，企业并购动因在于谋求平均成本下降，因为企业并购可以将许多生产单位置于同一企业的领导下而产生经营上的规模经济。横向并购在为企业带来规模经济的同时，能够扩大企业在行业内的相对规模，因而掌握一定的定价权，提高企业在同业市场中的控制力。在一个自由竞争的市场中，数量众多的竞争者的相似之处在于，各企业都只能保持很低的利润水平。但是优势企业通过行业内的并购有效地减少竞争对手的数量，增强对企业经营环境的控制，从而提高盈利的可能性与利润水平。

Sirower(1997)指出，如果市场预期企业并购后的业绩将会改进，那么该预期将以并购溢价的形式体现出来，并且流向目标公司股东；换言之，主并公司股东实际上能获得的并购净现值是：净现值 = 协同效应 - 溢价。协同效应具体表现为三种形式：经营协同效应、财务协同效应以及管理协同效应。经营协同效应是指由于规模经济的作用，合并后相关业务单元的经营成本降低；财务协同效应是指合并后公司的资本成本下降；管理协同效应是指合并后，主并公司的先进管理技能注入目标公司以提升目标公司的绩效。

Antikainen(2008)以芬兰两个林业企业的并购作为研究对象，发现战略兼容性在并购成败中发挥着关键性作用，而企业横向并购更多的是考虑战略兼容性。作者通过研究以往文献认为，行业集中度以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业战略是影响并购的最重要因素。该文发现,在主并公司对目标公司的选择过程中,产品战略和企业战略是重要的决定因素。通过利用营业利润率、现金流等会计指标,对事件公司并购的规模经济进行计算,发现两个横向并购企业都达到了规模经济,公司的盈利能力以及股东收益都得到提升。

Sanfilippo,Garcia and Torre(2008)以 1993 –2001 年的欧洲金融业并购为研究对象,分析了并购企业与被并购企业的特征。他们发现对经营协同效应、管理能力改进、产品多样化及市场份额的追求构成了并购活动发生的重要原因。他们运用多变量 Logit 模型进行了经济计量分析,解释变量中包含了资产规模、管理能力(以调整后的净资产收益率、营业利润率来衡量)、企业经营行为(用贷款/总资产、存款/总资产、非财务收入/总收入三个指标衡量)、市场份额(用单个银行贷款规模占整个行业贷款规模的比例作为代理变量)以及反映国家和机构特点的控制变量。他们发现,企业规模对并购其他企业的概率、被其他企业并购的概率以及卷入并购行为的概率都有显著影响。另外,主并公司的盈利能力一般较高,被并购企业由于在某些方面缺乏效率,盈利能力相对较弱。因而并购可能是出于提升管理能力,进而提高管理效率和盈利能力的考虑而进行的。

国内也有学者研究并购的横向协同效应,较有代表性的是干春晖(2004)的研究,他认为企业只有达到了一定的规模才能够实现较低的成本,因此追求规模经济效应、降低平均成本就成为企业并购的重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动力。并购的横向协同效应主要表现在以下五个方面:第一,平均管理费用因分摊范围的扩大而降低;第二,单位产品的管理费用大大减少;第三,销售渠道的同一化以及销售范围的扩大导致销售费用的降低;第四,新技术、新产品的开发能力增强;第五,企业规模扩大后,借贷和筹资变得相对容易,单位产品的筹资费用得以降低。

(2)纵向并购的协同效应

纵向并购的经营协同效应的理论基础源于科斯提出的现代企业理论。根据 Coase(1937)的观点,企业的产生源于交易费用的节约,企业是市场机制的替代物,市场和企业是资源配置的两种可以互相替代的手段。企业通过并购形成规模庞大的组织,使组织内部的职能相分离,形成一个以管理为主的内部市场体系。

Stigler(1951)根据斯密关于分工受市场程度限制的命题,提出对纵向一体化的解释。他认为,企业之间是否实行纵向一体化主要取决于对两种方式的成本和收益的比较:一种是在企业内部管理各种纵向关联行为的成本和收益;另一种是通过市场来实现上述关联行为的成本和收益。

Williamson(1971)阐述了纵向并购中五个节约交易成本的来源。第一,纵向一体化可以避免双头垄断或寡头垄断下的交易成本;第二,通过法令来协调各方利益以及调和各方分歧,并且允许进行有效的决策;第三,减少了在指定合约过程中的道德风险问题,并且能够有选择地运用控制机制;第四,一体化还改进了信息处理过程;第五,一体化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增强了机构在避开法规的限制以及避税等方面的适应性。这为我们更好地理解纵向并购的协同效应提供了强大的逻辑支撑。

(3)混合并购的协同效应

Westone(1998)在解释混合并购产生经营协同效应时指出,即便是在中等规模的企业,也存在很多囿于规模所限而无法完全发挥其管理才能的员工。按照他的观点,一般管理能力可以在并购活动中得以转移。所以,如果并购以后的公司恰好达到需要增加员工的规模时,这会使得主并公司原有的人员得到更加充分的利用。因此混合并购也能够带来规模经济。

Miyajima and Hideaki(2007)分析了日本并购浪潮的起因、经济后果和影响并购的因素。作者采用事件研究法对 1992 – 2005 年日本发生的并购研究发现,对主并公司而言,并购宣告的短期市场反应不明确:在并购宣告 3 天内,累计超额收益为 1%,但并购宣告 11 天内,累计超额收益变为 – 0.1%;对目标公司而言,短期获得了累计超额收益,在 1% 的显著性水平下,累计超额收益为 4.1%。作者从中筛选了 87 家主并公司,研究其并购后的长期市场反应,并未发现稳健结论:作者首先将并购完成后三年期市场表现与实施并购前的三年进行比较,发现二者差异为零,并据此认为并购不具有长期市场绩效;其次,作者在控制了并购前两年收益率、公司规模、行业等变量后,仍未发现任何并购的长期市场绩效;最后,作者考察了并购类型是否对企业的长期绩效产生影响,结果发现,当并购类型为相关并购时,ROA 为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7%，且结果显著，但是非相关企业并购则无显著绩效。

2. 资本市场定价驱动

（1）Q 理论

资本市场环境的变化时刻影响着企业价值的高低，而许多学者的研究都发现，市场对企业估值是并购的重要驱动因素（Lang，Stulz and Walkling，1989；Servaes，1991；Jesen，1993；Jovanovic and Rousseau，2002）。

Tobin－Q 理论对并购动因的解释力颇强，该理论认为，并购活动是将目标公司的资产进行再分配，以实现其不同的效用。这些效用在主并公司和目标公司的管理层的较高或较低的管理水平下能够产生较高或较低的股利回报，以及给并购双方带来商业投资机会。为了使 Tobin－Q 能够计算管理层的并购绩效，Lang，Stulz and Walking（1989）通过研究发现，Tobin－Q 值较高的主并公司的股东比 Tobin－Q 值较低的主并公司的股东的收益明显要高许多；Tobin－Q 值较低的目标公司的股东收益也明显高于 Tobin－Q 值较高的目标公司的股东收益。Servaes（1991）以 1972－1987 年的兼并和要约收购的 704 个事件作为样本，研究和分析了目标公司与主并公司相关的并购收益和Tobin－Q 值比率的关系。研究结果发现，如果以 Tobin－Q 值来解释管理层绩效，那么当目标公司的管理绩效不高而主并公司的管理绩效较好时，Tobin－Q 值将显示目标公司、主并公司和总的并购收益会很大。他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究证据证实了 Lang, Stulz and Walking(1989)的研究结果,同时他们在控制了有关兼并收益的其他因素后,其研究假设也从并购活动中得到了证实。Erard and Schaller(2002)对预测投资及并购与公司的 Q 值正相关的关系通过理论模型进行了详细的阐述,在对大量相关的计量经济问题作为变量进行了控制后,他们的实证结果显示,每一个单位 Q 值的增加在公司的投资方面具有与公司的兼并收购成比例的效应。研究结果表明,Q 理论模型不仅可以用来解释公司的投资行为,同样可以用来解释公司并购活动。Jovanovic and Rousseau(2002)应用 Q 理论模型研究了并购活动并用这个理论对并购浪潮进行了解释。在他们的模型中检验了技术变化这个变量,在增加 Q 值比率的分散程度之后,在并购浪潮中出现了 Q 值高的公司兼并 Q 值低的公司。他们研究发现,除了 20 世纪 60 年代的并购浪潮外,20 世纪初、20 世纪 20 年代、20 世纪 80 年代以及 20 世纪 90 年代的并购浪潮可能是由于其他因素引起,即并购浪潮是对有利可图的再分配机会的反应。

(2)市场错误定价假说

在 Tobin－Q 理论基础上发展而来的市场错误定价假说日益为学术界所认同。Shleifer and Vishny(2003)的研究最具典型性,他们在资本市场非完全有效与管理层非完全理性的假设基础之上,通过构建理论模型阐释了市场错误定价假说。由于资本市场不完全有效,因此存在着一部分公司股票市值被高估,同时一部分公司股票市值被低估的情况。假定主并公司的管理层是理性的,他们知道哪些公司股票被高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估以及哪些公司的股票被低估，为了避免股东财富受到损失，管理层就会以自身被高估的股票来购买那些被市场低估企业的资产。他们的模型进一步假设目标公司管理层追求短期利益，因此，在主并公司提出的并购条件极具诱惑的情况下，他们不会着眼于目标公司股东的长期利益。这个模型虽然假定并购活动并不能产生财富，但市场的错误估值从表面上看来却能够使并购双方达成并购交易。

由此看来，在 Shleifer and Vishny（2003）的模型背景下，不存在所谓的协同效应，没有管理层的非理性行为等因素，企业发生并购的单纯动因就在于市场的错误定价。可以说，这给企业并购浪潮现象提出了一个崭新的解释。然而，Shleifer and Vishny（2003）遇到的挑战在于它仍然假定主并公司的管理层为股东利益服务，他们为了保护股东利益以价值被高估的股票为代价去并购目标公司。但是公司股票的市值被高估时，公司会采用股票的方式进行并购已成为众所周知的事情，为什么目标公司股东和管理层们会那么愚蠢而甘愿接受被并购的结局？虽然这一疑问在 Shleifer and Vishny（2003）中已得到一定程度上的回答，但不可否认的是这种回答仅仅是一些经验上的预测（empirical predictions），而缺乏实证证据。为了印证市场错误定价假说的合理性，Dong et al.（2003），Rhodes – Kropf and Viswanathan（2004），Rhodes – Kropf，Robinson and Viswanathan（2005）及 Ang and Cheng（2003）分别对其理论模型及假说进行了扩展与实证检验。

Dong et al.（2003）利用两个变量来判定企业价值高估的情况。其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中一个是市账比(MB),另外一个是根据剩余收益估值模型(residual income valuation model)得出的股票内在价值与其市场价值的比值。研究发现,无论是采用现金支付还是股票支付,主并公司的市值都是被高估的。而且随着股价被高估的程度提高,主并公司利用股票支付的意愿也大大提升。低估的企业被成功并购的概率不大,这些公司的股东在并购宣告前后通常能获得较高的超额收益。

Rhodes - Kropf and Viswanathan(2004)认为市场价值的高估同样能够引起并购的浪潮。他们在其模型中同样假定主并公司的管理层拥有私人信息,并且知道自身公司的真实价值以及潜在的目标公司价值,而目标公司的管理层只对自身公司的价值拥有私人信息,他们知道公司价值是被高估还是低估,但却分不清这种高估是源于市场的、行业的因素还是企业本身的因素。因此,目标公司的管理层只是根据主并公司提供的条件来决定是否接受并购。为了进一步对这些假设进行检验,Rhodes - Kropf, Robinson and Viswanathan(2005)通过提出五个待检验的假设来验证市场错误定价假说能否解释企业并购浪潮,结果他们得出了肯定的结论,获得了“股票的内在价值与市场价格出现偏离时驱动公司并购”的经验证据,证明市场错误定价假说是解释兼并浪潮形成的一个重要因素。值得一提的是,他们还发现了一个奇怪的现象:长期价值低的公司会购买长期价值高的目标公司。而出现这种现象的原因很难解释,需要未来更多的理论与经验证据作为支撑。

Ang and Cheng(2006)选取了 1981 - 2001 年的 3000 多个并购样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本为研究对象，提出了关于股票价值高估是企业实施并购的一个重要动机的直接经验证据，该发现支持了 Shleifer and Vishny(2003)市场错误定价驱动并购活动这一理论假设。他们使用与产业相关的账面价值与市场价格的比率和剩余收益估值方法去检验市场错误定价如何影响公司并购的支付方式以及公司合并之后的长期超额收益。研究结果发现，股票价值被高估增大了公司成为主并公司和使用自身股票作为支付方式进行并购的可能性。

此外，也有学者采用美国以外的样本数据进行了研究，并得出与前文一致的结论。Arikawa and Miyajima(2007)论证了主并公司的 Tobin - Q 较高时，更可能发生并购行为。他们认为，日本自 2005 年以来的并购活动主要是由于股票市值高估所带来的资本市场驱动型并购。Antoniou，Guo and Petmezas(2008)以 1985 - 2002 年的 1957 家英国上市的主并公司为研究样本，运用最小二乘法验证了并购动因的理论假说。结果表明，并购的发生受并购双方、市场的条件以及股票市场定价等众多因素的影响，并且他们认为当市场处于价值高估的情形下，并购的发生概率大为增加，这无疑支持了市场错误定价假说。整体来说，以上文献都从不同角度证据支持了市场错误定价假说。

然而，最近也有个别学者对 Q 理论的解释能力提出了质疑。Jensen(2010)通过对既有文献的梳理以及土耳其企业层面的数据分析，发现新古典 Q 理论和边际效用理论既不能有效地解释企业在生产过程中的作用，也不能很好地解释制度因素在产业重组过程中的重要性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此无法帮助我们深入理解新兴市场中日益增加的并购现象。通过对土耳其企业数据的分析，作者发现没有证据能够证明实施并购策略的企业有意地针对某个特殊的行业或者某种盈利水平的企业，同时也没有证据表明实施并购的企业来自于哪个特殊类型的企业。但是可以发现土耳其的并购现象在时间上和产业上具有聚合效应的特征，这符合制度经济学所讲的协同效应假说。土耳其的并购浪潮与技术和制度因素有着密切关系。此外，根据参与并购的企业在并购前的特征表明，土耳其的并购市场更像是一个卖方市场而不是买方市场。

3. 管理者驱动

这方面最早的研究要数 Mueller(1969)提出的混合兼并的管理主义理论。该文假定管理者的报酬是企业规模的增函数，因此管理者为了扩大企业规模，愿意接受一些投资报酬率较低的项目。因为并购能迅速扩大企业规模，主并公司管理者仍然愿意在预期投资回报较低、不符合股东利益的情况下发起并购。但 Lewellen and Huntsman (1970)的研究表明，管理者的报酬与公司的利润紧密相连，而非与销售水平相关。这对 Muller(1969)理论的基本前提构成了挑战。

Fama and Jensen(1983)认为股票市场可以为股东监管经营者提供外部监督手段，所以股票市场的报价可以反映管理者的决策优劣。低股价会对管理者构成压力。当这些机制不能够缓解代理问题时，并购市场为这一问题的解决提供了最后的外部手段。并购通过要约收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购或代理权的争夺，能够使外部管理者战胜现有的管理者从而取得对目标企业的决策控制权。但也有一些学者认为，并购活动只是代理问题的一种表现形式，而不是解决办法。

针对管理者积极的并购行为，Jensen（1986）在代理问题的基础上提出了自由现金流（free cash flow）假说。自由现金流的代理问题就是"如何让管理者交出这一部分现金而不是将其投资于收益低于资本成本的项目或组织之上"。但 Jensen（1986）指出，管理者实际上不愿意这么做，如果将自由现金流返还股东则减少了管理者所能控制的公司资源，而管理者的业绩和报酬则与其所掌控的公司资源带来的增值密切相关。此外，若将自然现金流返还给股东，则可能出现负债融资，既增加成本又增加风险。自由现金流假说意味着，拥有大量自由现金流的公司倾向于进行低效率或降低价值的收购活动。一般而言，并购前大部分主并公司拥有大量的自由现金流，但并购完成后却使得主并公司的价值下降。

管理者的情绪也可能对并购活动产生影响。Delong et al.（1990）认为，如果市场情绪异常高涨，管理者的情绪也会被感染，管理者就会倾向于发动并购。因为他们相信市场希望企业迅速增加投资从而获得高成长。类似地，股票市场情绪低落的时候，管理者并购的意愿就会随之下降。

Scharfstein and Stein（1990）建立了一个"管理者进行投资决策时表现为羊群效应"的模型。在他们的模型中，管理层发现一个具有投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资价值的信号，那些得到消息的管理层所看到的是提供信息的信号，而那些没有得到消息的管理层所看到的是噪音。对于同样一个投资，具有消息的管理层收到相互关联的信号。如果公司经理层与他们的同行比较起来，羊群行为均衡的存在使得公司的经理层会模仿那些首先进行并购的主并公司。因此，如果经理层预期在股票市场看涨的时候发生更多的并购，那么每个经理都可能倾向于并购其他公司而不关注对协同效应的评估，在此情形下，即使是一个不好的并购也可能推高主并公司的股价。

Rosen(2004)，Bouwman，Fuller and Nain(2004)对并购宣告的市场反应是否真实地反映了市场整体状况进行了实证检验。研究结果发现，如果整个股票市场的状况处在非常好的时候，一旦主并公司宣告并购，主并公司的股价上涨的可能性更大。然而从并购完成前后的较长期间来看，主并公司的股价是下降的。当市场处在高价位时，在并购完成后的三年里，主并公司的股票显著地表现不佳；相反，那些在市场低位时发动并购的公司，其股票却显著地超出市场表现。他们的实证结果表明，并购动因可能是由于部分投资者和经理层的过度乐观所致。

Caruso and Palmucci(2008)的研究针对事件研究方法本身提出了新的见解。他们认为，目前流行的事件研究方法对事件日的选取存在很大的问题，原因在于很多不规范的市场存在信息泄露等现象，这将导致并购公告日并不是股价开始受并购活动影响的开始时点。一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说来，在这些不规范的市场中，事件分析方法选取的时点应当早于并购公告日。他们选择谣言开始日（rumours date）进行事件分析，发现整个市场的价值创造甚至出现了相反的变化。另外，他们还发现意大利的企业并购更多情况下是出于管理层的私利而不是企业价值创造的需要。

2.1.2 被动并购驱动因素分析

1. 竞争环境驱动

Mitchell and Mulherin（1996）发现50%的并购事件集中发生在连续两年内，他们把20世纪80年代的产业并购集中与产业结构变迁联系起来。该文认为，跨行业的并购与重组反映了某些经济因素对产业结构造成的冲击。研究结果也印证了经济、政治、金融各方面的力量导致了20世纪80年代的并购浪潮这一观点。

Mulherin and Boone（2000）研究了1990－1999年59个行业1305个企业的并购行为。他们同样发现了明显的产业集中现象。该文的研究结果支持了协同效应假说，而且印证了经济形势和产业结构冲击影响企业并购的命题。

Worthington（2004）对澳大利亚的合作存款机构的并购行为动因进行了研究。在澳大利亚，合作机构原本在一个规范的、特有的制度和管制下稳定经营。但是，放松金融管制的趋势使合作机构面临更大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的竞争,从而引发了合作社的并购风潮。大多数之前关于金融机构并购的研究都是针对商业银行等较大规模的金融机构展开的,这些研究所得到的结论似乎并不适合存款机构这一特殊的金融组织。作者以存款合作机构为研究对象,利用两阶段分析方法研究了澳大利亚信用合作社在 1992 - 1993 年,1993 - 1994 年以及 1994 - 1995 年这几个时段的并购动因。在第一个阶段的分析中,他利用数据包络分析方法(data envelopment analysis)计算了样本机构的技术与规模效率系数(technical and scaleefficiency indices)。在第二阶段里,作者利用多因素 Logit 模型探讨了合作社的效率得分以及管理、监管和财务方面的因素对企业并购或被并购概率的影响。结果表明,资产规模和质量、管理能力、盈利和流动性对并购水平有显著影响。而其中一个很重要的影响因素就是会员之间关系的兼容性。作者认为,如果并购完成后被并购机构的效率能够提升到主并方的水平,整个行业的效率都将得到提升。因此并购行为应当得到政策支持。

Mehta and Kakani(2006)指出,印度的银行业正在不断发生并购活动,以至于以前数量众多的小银行的竞争格局逐渐转向为数较少的大银行格局。为了更加深入地了解这种“缓慢而确定”的并购潮流,作者对印度银行业的并购动机做了较为细致的分析。文章的特点在于不仅关注了之前学者所关注的各种动机,还考虑了政府和中央银行的作用。虽然分散化的格局对消费者或许是件好事,但是考虑到众多分散的小银行缺乏国际竞争力,较高的成本增加了运营风险以及遵循严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的国际监管标准的必要性，印度银行业的并购对于提高产业竞争力是非常重要的。并购在提高收益与风险控制水平，以及发挥规模经济、范围经济和协同效应等方面都会给印度银行带来好处。

2. 经营困境驱动

Danzon, Epstein and Nicholson (2004) 以 1998 – 2001 年的医药行业为例，利用倾向得分 (propensity scores) 控制了并购内生性问题，从而分析生物医药行业中并购行为的影响因素及其经济效果。他们发现，对于大企业而言，并购是在产品生产线专利到期之前出于扩大产能的目的而做出的举措。而对于小企业，并购往往是限于财务问题不得已而选择的退出机制。他们的研究表明，控制企业的并购倾向是非常重要的。即便没有发生并购行为，具有较高并购倾向的企业的销售额、雇员人数和研发支出往往都增长缓慢，这非常符合现实情况。并购常常是陷入困境的企业寻找突破口所做出的尝试。在控制了并购倾向之后，大企业在实际并购之后的企业价值、销售额、雇员和研发支出的变化与那些没有发生并购的企业并无显著差异。在并购完成后的三年内，目标企业的利润增长比较缓慢。因此，并购是一个解决困境的尝试，但这个尝试对大企业来说效果并不好。无论是并购还是并购倾向得分都对企业价值的增长没有显著影响。这印证了市场估值通常是并购效应的无偏预测。相对于没有发生并购的可比企业而言，发生并购的小企业的研发支出增长缓慢，这可能是由于并购之后的融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合过程占用了本该用于研发的资金所造成的。

2.1.3 并购驱动因素相关文献小结

通过对既有文献的归纳与总结，我们发现目前文献对并购动机的研究争论主要在于资本市场驱动部分。经典文献对生产效率驱动的协同效应理论，已经做出了较为完备的阐释。而对于管理者驱动的理论研究主要是对现实状况的理论深化。被动并购作为主流理论的补充也未能引起充分的争论。但是学界关于资本市场驱动，尤其是围绕 Q 理论的解释范围以及解释能力有着截然相反的看法。

虽然这方面已经有了一些实证检验的文章来支持或者反对 Q 理论的解释能力，但是来自不同行业的企业有着非常不同的并购特征。因此，在样本容量有限的情况下实证结果难以令人完全信服。股价高估与低估到底对并购活动会产生什么样的影响，以及这种影响到底有多大都是值得继续探讨和深入分析的问题。本书的工作重点之一就是要为这一领域的争论提供新的经验证据，使我们对于股票估值与并购动因之间关系的认识能够向前迈进。

2.2 并购支付方式文献综述

并购的支付方式多种多样，随着并购浪潮的不断涌现与并购实践

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的不断发展，新的支付方式也将应运而生。本书首先对既有的并购方式进行简单的描述，然后对有关并购支付方式的主要文献进行述评。

并购支付方式主要包括现金支付和股票支付。事实上，凡不涉及发行新股的收购都可以视为现金收购，即使是由主并公司直接发行某种形式的票据而完成的收购，也属于现金收购。现金支付的优势在于减少并购公司的决策时间，不改变并购公司原有的股权结构，因此不会引起控股权的转移和收益的稀释问题。但是现金支付也有不足之处，由于并购公司需要在短期内支出大量现金，有可能会使公司陷入流动性不足的危机。股票收购也称为换股，是指收购方直接用股票作为支付工具来支付并购价款的支付方式，包括增资换股、库存股换股和股票回购换股三种形式。增资换股即主并公司采用发行新股的方式，用普通股或可转换优先股替换目标公司的原有股票达到收购的目的；库存股换股是指用收购方先前发行，后又重新购回并持有的股票按一定比例来替换目标公司的股票；股票回购换股是指收购方从原有股东手中购回先前发行的股票，再按一定比例来换取目标公司的股票。

随着中国资本市场的不断发展，国内出现了一些具有本土色彩的并购支付方式，主要是资产置换、债权支付和承债收购。资产置换是指交易的买方以自己拥有的实物资产或股权资产作为价款交给卖方，从而取得卖方资产的所有权。债权支付是指购买方以自己拥有的对卖方的债权作为交易的价款，实质上是卖方以资产冲抵债务。承债收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购是指购买方以承担目标企业全部债权债务的方式进行的零成本收购,购买方不支付收购价款。

总的来说,当前国内外学术界对并购支付方式的研究可以大致分为两类:一是关于支付方式选择的研究,二是选择了一定的支付方式之后会对企业绩效产生何种影响。

2.2.1　关于支付方式选择的研究

1. 信息不对称与支付方式

在信息对称、无交易成本、无税收的理想状态下,企业并购采用何种并购方式[①]都是不重要的(Modigliani and Miller,1958),然而一旦现实情况不满足完美资本市场假设条件,那么并购方式的选择便是重要的。就以往文献来看,信息的可获得性、税收约束、融资约束、市场情绪及控制权约束都会影响并购支付方式的选择。

公司并购的一个重要特征就是目标公司信息的可获得性。并购支付方式在一定程度上可以反映并购双方的估值高低。如果主并公司不知道目标公司的真实价值,主并公司往往不会采用现金作为支付方式。Myers and Majluf(1984)将信号理论运用到对并购支付方式选择的研究中,他们考虑的是在信息不对称的情况下主并公司的决策问

① 在此本书认为并购浪潮方式与并购方式是一致的,并且主要可以划分为现金支付、股票支付及混合支付(包括现金和股票支付)三种方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题。在信息不对称的环境下，外界对主并公司的了解很少，他们往往基于主并公司所发出的信号作出判断，而支付方式恰恰属于这样一种信号。股票支付意味着主并公司认为自己的股票价值被高估了，因此愿意用股票作为支付方式。所以，股票支付是一种不良信号。而现金支付意味着主并公司对自己的股票很有信心，并认为利用并购后的资产可以产生大量的现金流，这是一种积极信号。主并公司在进行支付方式选择时会考虑到支付方式所产生的市场反应。Hansen（1987）考察了信息不对称对并购支付方式的影响，认为在信息不对称的情况下，主并公司出于风险的考虑更愿意用股票作为支付手段。此外，他还发现随着目标公司规模的增大，信息不对称程度也会加深，主并公司更易采用股权支付方式。Fishman（1989）认为，对目标公司而言，支付方式的选择是揭示主并公司股票估值高低的信号。换言之，当主并公司市值被低估时，往往采用现金或较大比例的现金作为并购方式。Ang and Cheng（2003），Dong et al.（2003）及 Rhodes－Kropf，Robinson and Viswanathan（2005）等人研究均发现并购多发生在主并公司市值被高估时，即当公司市值高估，管理层倾向于采取更多股权并购措施，这是由于过热的市场环境给其发行大量股票募资提供了机会。Cheng（2005）研究了公司市值高估或者市场情绪是否影响并购支付方式、并购方式及并购交易的成功，结果发现，相比目标公司而言，主并公司的市值更容易被高估，高估的主并公司更倾向于采用股票作为并购支付方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 税收与支付方式

并购支付方式的选择除了受信息不对称因素影响之外，一些学者认为税收也是并购支付方式选择的重要影响因素（Lane and Yang, 1983; Hansen, 1987; Harris, Franks and Mayer, 1987; Brown and Ryngaert, 1991; Noronha and Sen, 1995; Davidson and Cheng, 1997; Blackburn, Dark and Hanson, 1997）。在现金支付的情况下，目标企业需要立即支付资本利得税；而在股权支付的情况下，目标企业的股东可以选择合适的方式将股票转换为现金，从而合理避税以增加收益。因此，税收方面的因素必然在支付方式的选择上扮演着重要的角色。然而，在现金支付的情况下，主并公司是否要支付给目标企业的股东一定的溢价，从而弥补税收方面的损失成为一个难以回答的问题。Huang and Walkling（1987），Franks, Harris and Mayer（1988），Hayn（1989）以及 Eckbo and Langohr（1989）分别利用美国、英国和法国的数据对现金支付方式中税收溢价问题进行了讨论。他们发现，现金收购中的目标企业确实得到了更多的补偿。同时，Franks, Harris and Mayer（1988）发现在英国即使没有资本税，现金支付的溢价仍然要比股权支付多。但是，Ismail and Krause（2010）以 1985 - 2004 年美国企业作为研究样本，结果发现，税收方面的考虑似乎并不是决定支付方式的重要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 融资约束与支付方式

也有学者从主并公司面临的融资约束角度去探讨并购的支付方式选择。根据 Myers(1984)提出的优序融资理论，有强大负债融资能力的公司在投资时更乐于采用现金支付方式。Jensen(1986)研究发现，有大量自由现金流的主并公司在面临并购时往往采用现金作为支付方式。Hanson(1992)对 1973－1987 年发生的 243 件要约收购(tender offers)进行实证分析，结果也支持 Jensen(1986)的观点。Faccio and Masulis(2005)的研究证实当主并公司能够从银行轻易地取得贷款时(比如有大量的抵押物、低的资产负债率或雄厚的资产规模等)，他们更偏向于采用现金支付方式。Sibilkov(2010)选用了 1985－2007 年的 2739 个并购事件作为研究样本，检验了主并公司的融资约束与支付方式选择的关系。结果发现，有融资约束的主并公司相对于没有约束的主并公司而言，他们更倾向采用股票支付方式，原因在于资本市场的摩擦性使得企业进行外部融资时的成本加大，那些无融资约束的企业相对于有融资约束的企业而言更具有吸引性。此时，主并公司要想突破融资约束就必须持有大量的现金流，因而融资约束与现金流存在着正向关系(Opler et al.，1999；Almeida，Campello and Weisbach，2004；Faulkender and Wang，2006；Pinkowitz and Williamson，2006；Denis and Sibilkov，2010)。具有融资约束的企业为了保持足够的现金流以避免外部融资的高额成本，他们在并购活动中更倾向于采用股票支付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式。

4. 市场错误定价与支付方式

市场错误定价对并购支付方式的影响正日益为学术界所重视。市场情绪会对并购双方估值产生重要影响,进而影响到并购支付方式的选择。Shleifer and Vishny(2003)的研究尤为典型,他们通过构建模型指出,当股票市值被高估时,主并公司会选择股票支付方式来进行市场并购活动。与 Myers and Majluf(1984)所认为的股票支付会传递公司股价被高估,进而致使公司股票价格下降的观点不同的是,Shleifer and Vishny(2003)认为采用股票支付方式是公司成长战略的一种选择,而现金方式却不具有这一优势。正是由于这一原因,主并公司选择高估的股票来并购那些高估程度略低的企业要比直接支付现金更有利。为了使该观点更具说服力,他们进一步指出,采用股票支付方式的并购需要满足以下三个条件:①股票市场价值必须被高估,而且必须存在着高估公司(主并公司)以及股票价值高估程度相对较低的企业(目标公司);②市场应能产生“协同效应”(perceive a synergy),这样才能使并购活动在短期看来更具吸引力,并诱使主并公司为索取长期资本而愿意支付溢价(pay a premium);③目标公司的管理层目光相对短浅,他们在获取一定的补偿之后愿意接受并购。Rhodes - Kropf and Viswanathan(2004)认为,当市场处于普遍被高估的情形下,并购浪潮越容易发生,并且并购支付方式更加倾向于股票;相反,当市场处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于低估时期，并购浪潮不易发生，并且并购支付方式倾向于现金。另外，Baker and Wurgler (2002) 与 Megginson，Morgan and Nail (2004) 的研究发现，在市场处于错误估值的情况下，具有较高 Tobin－Q 值的主并公司更倾向于采用股票并购方式。Harford (2005) 发现，当主并公司的管理层知晓自身公司股票的价值高估程度高于目标公司时，他们会更倾向于采用股票的并购方式。Dong et al. (2006) 以 1978－2000 年发生的 3732 家并购企业为研究样本检验了市场错误定价假说，结果发现，主并公司股票价值的高估与并购支付方式的选择存在着相关关系，而且股票的支付方式相对于现金方式而言更能描绘主并双方公司的特征。具体而言，当主并公司价值高估程度越严重时，就愈加倾向于采用股票支付方式；并且当目标公司的市值被高估时，采用股票支付方式仍然优于现金方式。Giuli (2008) 以 1984－2005 年的 2602 家并购的美国上市公司为研究样本，发现目标公司价值的高估与股票支付方式之间存在着显著的正相关关系，并且当市场对目标公司的价值高估每增加 10%，那么采用股票作为并购支付方式就会增加 15%，这表明目标公司的管理层把价值被高估的股票充当与主并公司讨价还价的工具。另外，对于主并公司而言，股票价值的高估与并购的支付方式之间却存在着弱相关关系，实证结果显示，当市场对主并公司的价值高估每增加 10%，主并公司采用股票并购的支付方式仅增加 4%。此外，具有良好成长性的公司会倾向于采用股票支付方式，并且平均资本支出每增加 10%，采用股票的方式就会增加 5%；并购双方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的企业规模与采用现金作为支付方式存在正相关关系，其原因在于规模大的并购公司有着高的支付能力及低的破产成本。

5. 控制权与支付方式

还有学者探讨了公司控制权(corporate control)对并购支付方式的影响。Stulz(1988)，Harris and Raviv(1988)认为应当考虑控制权问题在并购中的影响。他们认为由于现金支付不会影响控制权，而股权支付也许会稀释控制权，因此，注重控制权收益的主并公司也许会喜好现金支付。Stulz and Rene(1998)考虑了经理人持股比例对支付方式选择的影响。股票支付对持有公司股票的经理人的控制权会有一定的影响，因此经理人的持股比例会对并购支付方式有重要影响。他们的研究结果表明当经理人员持股的比例大于25%或小于5%时，他们可能不考虑股权被“稀释”的问题；但是持股比例在5% -25%时，就可能关注股权“稀释”问题，此时他们会更趋向于选择现金并购手段。从这个角度进行分析的实证研究还有 Amihud，Lev and Travlos(1990)，Martin(1996)及 Ghosh and Ruland(1998)，上述研究都发现，美国主并公司管理层的持股比例对股权支付有负向影响。Faccio and Masulis(2005)对1997 -2000年欧洲发生的9935起并购案例中的支付方式选择进行了研究。他们发现当主并公司(bidder)的大股东控制地位受到威胁时，主并公司更愿意选择现金支付。Swieringa and Schauten(2007)以荷兰1996 -2005年的227个并购事件为研究样本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究了荷兰并购企业所采用的支付方式（主要分成现金、股票及混合支付三种方式），发现85%的样本公司采用了现金支付方式，8.4%的公司采用股票支付方式，剩下的6.6%的公司则采用混合方式进行并购。同时，主并公司与目标公司的特征（企业规模、市盈率、交易价款及行业因素等）显著影响着主并公司对支付方式的选择。具体来说，主并公司控股股东持股比例在23%－63%时，采用现金作为支付方式的动机很强，原因在于采用股权融资方式会降低控股股东的持股比例，进而增加其谋求控制权收益的风险；相反，在股权特分散或特集中的情形下，股东更加倾向于股票支付方式，原因在于这不会增加控股股东的谋求控制权收益的风险（Faccio and Masulis，2005）。另外，Swieringa and Schauten（2007）还发现了以下现象：①大公司相对于小公司而言更倾向于采用现金支付方式；②高成长的公司相对于低成长的公司而言更倾向于股票支付方式；③交易价款大的并购相对于交易价款小的并购更容易采用股票支付方式；④同行业并购相对于跨行业并购而言更倾向于股票支付的方式；⑤资产的收购更易采用现金的方式而不是股票方式。Martynova and Renneboog（2008）的研究也得出了相似的结论。André and Ben－Amar（2009）以1998－2004年的358家在加拿大上市并购企业为研究样本，检验家族控股股东在选择并购方式中所起的作用。结果发现，家族控股股东的控制权与并购的现金支付方式之间存在着正相关关系，该结果与Faccio and Masulis（2005）的发现相一致；控股股东的超额控制程度与现金支付方式之间存在着负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关关系；主并公司的成长性与并购的现金支付方式之间存在着负相关关系，而且当主并公司拥有大量的固定资产时，更加倾向于采用现金方式进行并购。然而，从目标企业角度来看，企业规模与并购的现金支付方式之间呈负相关，并且目标企业是否为上市公司也显著影响着并购方式的选择。这些研究结论都表明了控股股东的控制权在企业并购过程起到了至关重要的作用。

2.2.2　支付方式选择的经济后果

学术界关于支付方式对并购双方绩效的影响存在很大争议，但大多数文献认为，相对于股票支付方式而言，采用现金方式并购时目标公司的收益更高(Huang and Walking,1987;Franks,Harris and Mayer,1988;Eckbo and Langohr,1989;Linn and Switzer,2001;Ghosh,2001;Netter and Stegemoller,2002;Bharadwaj and Shivdasani,2003;Moeller and Schlingemann,2004)。一个可能的解释是由于采用现金方式的并购更容易更换目标公司的管理层，进而使得并购完成后的管理效率提升，企业价值增加(Denis and Denis,1995;Ghosh and Ruland,1998;Parrino and Harris,1999)。另一个可能的解释是现金的支付方式大都来源于债务融资(Ghosh and Jain,2000;Martynova and Renneboog,2006)，采用债务融资会限制主并公司管理层对自由现金流的支配(Jensen and Meckling,1976)，因而采用现金方式进行并购会带来更多的管理层惩戒(managerial discipline)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Travlos(1987)在其研究中发现,采用股票支付方式进行并购时股东获得的收益为负,而采用现金支付方式时则为正。Travlos and Waegelein(1992)考察了并购过程中的支付方式、企业的长期表现、管理层持股比例和超额收益之间的关系。他们发现,在1980年之前,那些具有长远规划的企业和管理层持股比例较高的企业在现金支付的情况下能够获得更多的收益。Linn and Switzer(2000)利用交易效应模型(treatment effect)检验并购与企业经营业绩之间的关系,选取了413起并购案例作为样本。他们的研究结果表明,在不同支付方式下,被并购企业的绩效具有显著变化(significant change)。相比股票支付方式,采用现金支付的企业经营业绩的变化更大,并且这个结论对要约并购(tender offer)和协议并购(negotiated offer)两种并购类型都很稳定;在控制了主并公司规模、并购双方的产业关系后,实证结果依然稳健。Antoniou and Zhao(2004)的研究也发现,相比股票支付方式,采用现金支付方式能使股东获取更高的收益。Limmack and Woodliff(2004)以1990－1998年的155家澳大利亚并购企业为研究样本,结果发现,当主并公司去收购非上市企业时,主并公司更加倾向于采用现金支付方式,并且能获得正的超额收益。Guo, Liu and Song(2007)使用盈余质量作为企业控制权价值的代理变量进行了实证分析,结果发现,盈余质量低意味着较低的长期股票收益,尤其是当并购交易采用股权支付时,长期的低收益现象表现得尤为明显。Alexandridis, Petmezas and Travlos(2009)发现股权交易至少不会对股权持有者带来损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失,另外,对企业控制权的争夺也是影响股东收益和并购溢价的重要因素。

然而,Slovin,Sushka and Polonchek(2005)在其研究中发现,相比现金支付方式而言,股权支付方式能给并购双方带来更多收益。具体来说,采用股权作为并购支付方式可以给主并公司股东带来10%的收益率,而目标公司股东价值仅提升了3%。与之相对的是,现金交易给目标公司带来的收益仅为1.9%,而对主并公司并没有什么积极影响。更进一步地,股权交易所带来的联合财富收益(Combined wealth gains)明显要高于现金交易。因此,他们认为股权支付方式能传递有关资产价值和购买方的利好信息。

此外,也有学者认为并购方式的选择与并购后的经营绩效之间并不存在显著的相关关系(Healy et al.,1992;Powell and Stark,2005;Heron and Lie,2002;Sharma and Ho,2002;Martynova,Oosting and Renneboog,2006)。特别地,Shleifer and Vishny(2001)在其研究中指出,之所以有的研究发现支付方式对并购绩效有影响,主要是由其研究的背景不同所造成的,他们认为,并购双方都是根据各自股票价值的高低来决定采取哪一种支付方式。因此,支付方式本身并不对双方的收益产生影响,而影响双方收益的主要是各自股票市值偏离内在价值的程度及方向。Heron and Lie(2002)利用1985－1997年的并购案例做了一次大样本分析,研究了支付方式与盈余管理和企业长期绩效的关系。在并购完成之前,企业在经营方面的表现往往要高出他们的竞争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，但是他们没有发现并购之前企业会进行盈余管理的迹象，即便是那些想要利用股票作为支付方式进行并购的企业似乎也没有通过盈余管理以提升股价的迹象。在并购交易完成之后，主并公司的表现依然比同业竞争者要强，并且比那些控制组的企业表现也要好，但是他们认为支付方式对企业在并购后的表现没有影响。

2.2.3 并购支付方式相关文献小结

通过对有关文献的梳理发现，信息不对称理论、Q 理论和市场情绪理论均支持企业股票高估时采用股权作为支付手段，以便于降低企业的支付成本。几种主流理论在并购支付手段方面产生了激烈的冲突，然而，可以看到几种理论都有其逻辑上的合理之处。这符合一般的经济现象，即一种结果往往是几种原因综合作用的结果。那么，这几种重要的理论中到底哪一方是主导的力量还需要本书通过实证研究给出确定性的答案，从而推动对并购支付方式的理解向前迈进。本书后续章节的研究意义就在于通过构建模型并对其进行实证检验，进而为我们更好地理解几种主流理论的冲突作出些许贡献。

2.3 企业并购经济后果相关文献综述

从理论上讲，并购绩效表现为两个方面：一是并购双方的股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场价值变化，即市场绩效；二是并购双方的财务绩效。市场绩效主要考察并购事件对并购双方股价的影响，并用(累计)超额收益来度量此种影响；财务绩效的研究方法相对简单，主要是并购完成前后期的财务指标对比。成功的并购意味着为股东创造更多的财富，而财富的创造不仅体现在资本市场短期超额回报，更体现在公司在长期中提高资源配置效率、降低经营及管理成本，最终提高盈利能力，创造更多的股东权益增加值。由此可见，企业并购绩效的衡量需要一个综合性指标，不仅要能准确地反映出公司并购前后市场价值的增加量，还要反映公司并购协同效应的实现与否。为度量企业并购的绩效，理论界提出了多种测度方法。借鉴 Bruner(2001)的研究结论，目前研究公司并购绩效的方法主要是实证研究方法，包括事件研究法、财务指标研究法、临床诊断研究法和问卷调查研究法等，其中前两种又最为学术界所认可。事件研究法主要用于衡量企业并购的市场绩效，财务指标研究法主要用于测度财务绩效。

事件研究法是指测度某个事件对某种金融资产价格影响的一系列方法的统称(王化成，2006)。企业并购中的事件研究法是以企业并购事件宣告日为中心，确定一个事件期，然后采用超额收益率来考察并购双方的股票价格在并购宣告前后的波动情况，通过股东财富的变化来分析和评判并购活动对企业绩效的影响。财务指标研究法是采用企业公开反映在财务报表上的财务信息，构建能反映企业财务绩效的相关财务指标或指标体系，通过考察企业在并购完成前后的财务指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标变化情况，使用财务会计指标或建立财务指标体系来评价公司的经营状况，进而判断并购对企业绩效的影响。

2.3.1 国外相关文献综述

根据前文所述，企业并购的绩效通常被分为市场绩效和财务绩效两大类，但随着并购实践的不断发展，债权人收益与雇员收益等逐步被纳入并购绩效的研究范畴中，因此本书分别对企业并购中的三类绩效进行分类回顾。

1. 并购市场绩效的相关研究文献

目前，研究企业并购绩效的文献非常之多，其中衡量市场绩效的文献又占绝大多数，本章从长短期角度进行分类梳理，择其要者回顾如下：

(1)短期市场反应

这里所说的短期市场反应是指主并公司和目标公司的股票在并购宣告前后的价格波动情况，通常采用超额收益和累计超额收益来衡量。西方学者在进行了大量实证检验后普遍认为，目标公司股东在并购宣告后可以获得10% -30%的超额收益，而主并公司股东的收益却不明显，甚至出现亏损。

Dodd(1980)较早地对并购的短期市场反应做了研究，他在对1971 -1977年的并购事件进行研究后发现，目标公司股东在并购宣告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前后获得了 13% 的超额收益率，但主并公司股东的超额收益却为负数。此后，Jensen and Ruback(1983)对早期的 13 篇文献的研究成果进行了总结，其中 6 篇研究兼并，7 篇研究要约收购。这篇经典文献全面对比了 1983 年以前进行的典型并购交易，在成功的要约收购中，目标公司股东的累计平均超额收益(CAAR)达 50%，敌意收购的 CAAR 也达 30%；相反，主并公司股东的 CAAR 几乎为零，而敌意收购的 CAAR 为 4%；企业并购没有降低资源利用率，相反提高了收益率，两家企业在并购后合并价值收益率能够达到 8.4%。Jarrell，Brickley and Netter(1988)研究了 1962－1985 年发生的 663 起成功的要约收购案例，他们发现，在 20 世纪 60 年代的收购具有与 Jensen and Ruback(1983)相似的结果，但超额收益率随着分析期的延长也有所提高。Schwert(1996)研究了 1975－1991 年 1814 家公司的并购事件，发现在事件窗口期内要约收购的收益率达到了 35%，他据此认为，如果并购能取得成功，目标公司股东将获得相当大的溢价收益；若并购失败，目标公司的股东价值仍然得到了不同程度的提升，但主并公司的超额收益接近于零。Bruner(2002)对 1971－2001 年国外学术界 130 篇有关企业并购绩效研究论文做了全面汇总，其研究也表明，目标公司的股东收益要远远高于主并公司的股东收益，一般来说，目标公司股东的平均超额收益率在 20%－30%，这与 Loughrant and Vijh(1997)，Kim(1988)的研究结论几乎一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)长期市场反应

与短期市场反应的研究结论相比，学术界对并购后较长时期内股价波动的研究结论则莫衷一是。

部分学者研究认为，并购后主并公司或目标公司股东的长期收益为负。Asquith(1983)较早对这一问题进行了研究，他发现在并购失败后一年内，91 家目标公司的股东价值平均损失 8.7%，且在 5% 水平上显著。

Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992)对目标公司的绩效进行了研究，他们收集了 1955－1987 年美国 937 起兼并和 227 起要约收购事件作为样本，采用 CAAR 考察目标公司在并购后 1－5 年的市场绩效，同时调整了规模影响以及贝塔加权的市场收益率。研究结果发现，在并购后的 2－5 年内，目标公司的 CAAR 显著为负，其中 5 年内的 CAAR 达到 －10.26%，且在 5% 水平上显著，换言之，目标公司股东在并购后 5 年内的财富损失了 10% 左右。随后，Anderson et al.(1993)则首次利用市净率对 1966－1987 年的 670 个并购样本进行了长期绩效检验，发现市净率与短期并购绩效成反比，与长期并购绩效成正比。Rau and Vermalen(1995)对银行间的并购进行了实证检验，结果发现，成长型的主并公司在并购后 3 年的超额收益率为 －17.3%，而价值型并购的超额收益率则为 7.6%。Megginson, Morgane and Nail(2002)研究了行业集中度对并购长期绩效的影响，他们对 1977－1996 年发生的 204 起战略并购样本进行了实证检验。结果发现，并购前后企业集中度变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的大小与长期并购绩效显著正相关，在并购后 3 年内，行业集中度每下降 10%，股东财富就会减少 9%，经营绩效降低 1%，企业价值缩水 4%。André，Kooli and L'Her（2004）运用日历时间组合（Calendar - Time Portfolio）方法和加权最小二乘（WLS）估计法对 1980 - 2000 年来自加拿大的 267 起并购案例进行了研究，他们关注了两个重要问题，即超额收益的重要性和可靠性以及对主并公司长期行为的解释，研究发现，实施并购的企业在并购交易发生后的 3 年内股票表现不佳。

然而，也有学者的研究发现则与上述研究结论不同。Bradley and Jarrel（1988）在其研究中发现，并购后的 3 年内并购双方的超额收益无显著下降。Louis（2002）研究发现，主并公司的长期绩效与并购支付方式存在关联。他认为采用现金支付的并购中，主并公司的累计超额收益并不显著异于零；而采用股票支付时，主并公司的累计超额收益则显著为负。

2. 并购的财务绩效相关研究文献

在有关并购的财务绩效研究中，西方学者得出的结论也是大相径庭。一部分学者认为并购为目标公司或主并公司带来了收益，另一部分学者则认为并购双方没有收益甚至出现亏损。

Meeks（1977）研究了 1964 - 1971 年英国 233 个兼并交易案例，结果发现并购交易完成后，主并公司的总资产收益率（ROA）呈递减趋势，并在交易后第五年达到最低点，同时有将近 2/3 的主并公司的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩低于行业平均水平。

Salter and Weinhold(1979)使用平均净资产收益率(ROE)、总资产收益率作为并购财务绩效的代理变量,研究结果发现,主并公司的ROE 和 ROA 分别比纽约证券交易所同期平均水平低了44%和75%。Mueller(1980)基于287 个并购样本的研究结果发现,参与并购的美国企业其净资产收益率、总资产收益率、销售利润率等均低于不参与并购的美国企业,但统计上并不显著;对欧洲企业并购的研究也得出了类似结论。此后,他又对涉及兼并的100 家规模最大的美国公司进行研究,结果表明,不论是混合并购还是横向并购,市场份额均出现大幅下降。Ravenscraft and Scherer(1987)采用联邦贸易佣金(FTC)1975－1977 年的471 个并购案例数据分析企业并购9 年以后的利润,发现目标公司的 ROA 以年均0.5%的速度递减;主并公司 ROA 显著下降,其获利水平较未发生并购公司低了3.1%,以上结果在统计上均显著。无独有偶,Danzon, Epstein and Nicholson(2004)的研究也得出类似结论。Seth(1990)采用收益率增量来衡量并购的财务绩效,研究结果发现,财务协同效应为－3.6%。Datta(1991)对来自英国的企业做了一项为期10－18 年的考察,结果发现,主并公司的利润率较之并购前几乎没有显著改善,甚至与依赖内部增长的企业相比,利润率反而有所下降。Dickerson, Gibson and Tsakaloto(1997)发现,在并购后前5 年内,主并公司 ROA 比同期不涉及并购的企业平均低了2%;Sirower(1997)发现主并公司的投资收益率呈下降趋势,并购后的第4 年平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降 20%；Sharma(2002)将并购前后各 3 年的净资产收益率、总资产收益率和每股收益进行对比，发现主并公司的这三项指标值均显著下降。Martynova，Oosting and Renneboog(2006)研究了来自欧洲大陆和英国的企业在并购发生后的长期盈利能力。他们为了克服既有文献中所涉及的问题，用四种不同方法去描述企业的经营业绩。研究表明，主并公司和目标公司在并购发生之前的表现都明显好于企业的平均水平，但是在并购发生之后，企业的毛利率发生了明显的下降。当控制了行业影响之后，并购后的企业业绩下滑趋势则不那么明显。同时，相对于友好并购和谈判并购，敌意并购和温和并购之后的新企业表现明显较差。此外，还发现主并公司的事前杠杆率对并购后的企业业绩无显著影响，但是主并公司的现金储备和并购绩效存在反向关系。

也有学者在其研究中发现，并购中的会计政策选择也会影响主并公司的并购绩效。如 Chatterjee and Meeks(1996)就认为会计方法的选取能够对主并公司的并购绩效评价产生显著影响。他们对 1984 年和 1985 – 1989 年来自英国的主并公司的研发活动进行研究，结果发现，1984 年的并购没有明显改善企业业绩，但 1985 年之后由于采用了新的商誉会计政策，主并公司的并购绩效显著为正，因此他们认为，主并公司通过会计政策选择提高了虚假的获利能力。

与上述文献结论相反的是，部分学者认为并购能导致正的财务绩效。Herman and Lowenstein(1988)专门对敌意收购进行了研究，认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1975－1978 年的要约收购中，目标公司的 ROE 在并购后从 14.7% 上升到 19.6%，但在 1981－1983 年却呈下降趋势。Miyajima and Hideaki(2007)分析了 1992－2005 年日本发生的并购案例，结果表明，当企业并购属于相关并购时，总资产收益率达到 7%，且在统计上显著，而非相关企业之间的并购则无显著财务绩效。Netter，Stegemoller and Wintoki(2010)利用 1992－2009 年发生的并购案例进行分析，基于大样本实证检验的研究结果表明，大多数主并公司在并购活动中获得正的收益，这与先前大多数文献中的结论相反。由于先前多数文献样本容量较小而存在过度取样(over－sample)问题，因而 Netter，Stegemoller and Wintoki(2010)的研究结论具有相当高的参考价值。

Healy，Ralepu and Ruback(1992）的研究最具典型意义，他们使用会计数据方法研究了 1979－1984 年美国 50 起最大并购活动的业绩后发现，目标公司在进行行业整合后做了更多的组织结构改善并减少了员工数量，但是销售活动引起的边际现金流却没有太大改善，资产周转率却显著提高了，资产的公允价值也大幅上升。此外，他们还证明，事件收益与合并后企业的会计收益显著相关，充分说明了股价对公司业绩的预测效应。

3. 并购的其他绩效相关研究文献

随着并购实践的不断发展及理论研究的逐步深入，西方学者将并购绩效的研究视角进一步扩大，已有文献开始从债权人收益及员工发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展等角度去研究并购的经济后果。

Billett,King and Mauer(2002)利用1979－1997年940个并购案例所提供的3901个债权关系对并购活动给主并公司和目标公司的债券持有者的财富影响进行了研究。他们发现在目标公司的债券持有者之间存在着联合保险效应(coinsurance effect),并且存在着从股东到债权人之间的财富再分配效应。在样本期间,主并公司平均的超额债券收益(excess bond returns)显著为负,而目标公司的平均超额债券收益却显著为正。对于目标公司债券而言,平均的超额债券收益相比投资级债券(investment grade bonds)高出了4%以上。当目标公司债券评级低于主并公司企业债券评级,并购前目标公司的杠杆率高于主并公司,以及目标公司债券到期日短于主并公司债券到期日时,并购降低目标公司的财务风险,目标公司的债权人收益明显上升。另外,敌意收购会导致超额债券收益明显下降。此外,基于联立方程模型的估计结果显示,目标公司债权人的收益显著减少了目标公司股东收益,这就证明了在并购过程中目标企业债权人的收益是以同企业的股东收益为代价的。

Siegel and Simons(2009)从人力资源角度考察了并购的绩效,他们选择1985－1998年瑞典的全部制造业企业作为样本,并创造性地从公司经营业绩、企业生产率及员工职业发展三个方面来衡量并购后的企业绩效,研究结果表明,并购提高了工厂的生产效率,有利于员工和管理人员发挥其最大才能,进而导致了公司业绩的提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 国外并购绩效相关文献小结

综上可见，即使采用同样的方法进行实证检验，也会得出不一致的结论。除了研究样本和指标选择存在差异外，很可能还与研究方法本身有关。Caruso and Palmucci(2008)针对事件研究法本身提出了新的见解，他们认为目前流行的事件研究法对事件日的选取存在很大的问题，原因在于很多不规范的市场存在信息泄露等问题，这将导致并购公告日并不是股价开始受并购活动影响的开始时点。一般来说，在这些不规范的市场中，事件分析方法选取的事件日应该早于并购公告日。他们选择谣言开始日(rumours date)作为事件日进行研究，结果发现整个市场的价值创造甚至出现了相反的变化。

已有西方学者注意到这一问题，并开始寻求新的绩效度量方法，Antoniou，Arbour and Zhao(2006)探讨了衡量并购绩效的新方法，他们论证了无论对于事件短期还是长期，当前被广泛使用的事件研究法均不能充分证明并购是否能够产生价值这一中心问题。他们认为研究并购问题最令人满意的方法是深入研究公司的基本面，这意味着只需要检验具有相似特征的交易的小样本即可，这为本书第五章的研究提供了一种思路。

2.3.2 国内相关文献综述

近年来，我国企业并购事件风起云涌。由于并购对公司基本面及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期内公司股价有很大影响，且对股东、债权人、员工等利益相关者乃至证券市场稳定都有相当影响，因此系统研究企业并购的经济后果愈发显得十分必要。但总体而言，国内对企业并购绩效的实证研究起步较晚，基本上都是在借鉴国外已有理论和研究方法的基础上，利用中国证券市场数据进行实证检验。从研究方法上看，主要是采用事件研究法和财务指标研究法。

1. 并购市场绩效的相关研究文献

国内学者多用事件研究法研究并购的短期绩效。1997 年中国证券市场出现了第一次并购重组浪潮（王化成，2006）。陈信元和张田余（1999）研究了 1997 年沪市 95 家上市公司的并购活动后发现，目标公司（股权转让方）的累计超额收益率在公告前逐渐上升，公告后逐渐下降，但统计检验结果不显著。该文在计算超额收益时存在一明显缺陷，即估计期和事件期有交叉，这可能会影响结果的可靠性。杨朝军等（2000）研究了 1998 年沪市发生控制权转移的 28 家上市公司，研究发现，市场模型法的 CAR 与市场调整法的 CAR 走势高度一致，二者均在公告前显著为正，公告后立即反向修正，因此中国证券市场尚未达到半强势有效，靳云汇和李学（2000）的研究也证实这一结论。余光和杨荣（2000）研究了 1993 – 1995 年沪深两地的一些并购事件后发现，目标公司股东可以在并购中获取正的累计超额收益，而主并公司股东则难以从中获利。然而，李善民和陈玉罡（2002）对 1999 – 2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年深沪两市349起并购事件进行的研究却发现并购能够给主并公司的股东带来显著的财富增加，而对目标公司股东财富“几乎没有增加”，目标公司的CAR在公告当天达到最大值2%，随后开始下降，在公告日后第16天趋于零。廉思和钱谱丰(2007)研究了2001－2006年中国上市公司涉外并购案例29件，研究结果发现，在(－20,20)区间内累计平均超额收益率(CAAR)为5.71%，也就是说对外并购从整体上给股东带来了正向财富效应。刘笑萍、黄晓薇和郭红玉(2009)以沪深市场1998－2004年发生的749个并购事件为样本，运用多变量线性回归方法检验了不同类型的并购绩效，研究结果发现并购增加了股东财富，在(－25,20)的事件期内，并购双方股东获得了1.39%的累计超额收益，且在1%的水平上显著，且非现金支付比现金支付多获得7%的累计超额收益。

张新(2003)的研究颇具典型性，他同时运用事件研究法和会计研究法，对1993－2002年上市公司的1216个并购事件进行实证分析，结果发现，并购给目标公司股东创造了价值，目标公司的股票溢价达到29.05%，但对主并公司股东却产生了负面影响，主并公司的股票溢价为－16.76%。对于目标公司的高额超额收益，该文提出了“体制因素下的价值转移与再分配假说”，认为并购不能带来长久的社会价值增加。

2. 并购财务绩效的相关研究文献

国内现有的研究并没有形成一个明确而公认的结论，也没有一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标体系或计量模型能够完整地解释并购的绩效评价，由于不同文献的取样方法、取样时间及筛选标准不同，得出的研究结论也不尽相同。

原红旗和吴星宇（1998）较早运用财务指标法，他们以 1997 年的重组公司为样本，发现重组当年样本公司的每股收益、净资产收益率等指标较前一年有所上升，而资产负债率则有所下降。邹亚生（1999）研究发现，主并公司业绩只在并购当年和次年出现正向变化，随后便逐步下降。冯根福和吴林江（2001）选择了主营业务收入/总资产、净利润/总资产、每股收益和净资产收益率四个财务指标为代表，研究了 1994－1998 年沪深上市公司的并购绩效，发现并购后公司业绩在第一年有所提升，但从第二年起即呈现出逐年下降的趋势。朱宝宪和王怡凯（2002）以 1998 年沪深两市发生并购的全部 67 家公司为样本，采用净资产收益率和主营业务利润率两个指标，研究了并购前两年和后三年的绩效变化，发现市场化的战略性并购效果最好，且并购前的业绩影响并购后的业绩；此外，有偿并购比无偿并购的绩效要好。吴育平（2002）选取 1997－1999 年发生的 59 例无偿划转和 109 例有偿转让案例，以主营业务收入/总资产、净利润/总资产、每股收益和净资产收益率为分析指标，发现两种方式下各年度业绩变化在统计上都不显著，但有偿转让的业绩变化优于无偿划转。方芳和闫晓彤（2002）以 2000 年所发生的并购事件为样本，基于样本公司 1999 年和 2001 年的相关财务数据，运用因子分析法研究了并购前、并购中及并购后不同并购类型的绩效，发现在并购后一年，横向并购的绩效总体在上升，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购是有效率的，但其他类型并购绩效则不显著。李善民、王彩萍等（2004）采用主成分分析法，以 1997 – 1999 年重组的上市公司为研究样本，对样本公司重组前后各 3 年的绩效分别进行评估，并对年度间绩效变化进行 Wilcoxon 检验，研究结果发现，扩张类上市公司绩效得到改善，收缩类上市公司绩效在重组 2 年后能得到显著改善。王民治（2005）以 2001 年沪市上市公司控股权发生转移的 71 家公司为样本，以每股收益、主营业务收入、净利润和净资产收益率为代理指标，通过实证分析得出结论，在上市公司并购中横向并购的公司业绩较好。李善民和朱滔（2006）以 1998 – 2002 年发生于中国证券市场的 251 起多元化并购事件为样本，考察了多元化并购公司的长期市场绩效，研究发现，多元化并购公司股东在并购后 1 – 3 年内财富损失达到 6.5% – 9.6%。秦楠（2007）利用主成分分析法，对 2003 – 2006 年中国资本市场上的企业并购绩效进行了评价，认为企业并购绩效变化方向尚不确定，但横向并购相对乐观，混合并购的绩效波动较大，纵向并购效果最差，满慧（2007）、方芳等（2002）也得出了相似的结论。王军（2009）采用财务数据分析法，以 2000 – 2005 年发生了控制权变更的四川上市公司为样本，采用盈利能力、经营能力两类财务指标来评价样本公司在并购重组前后的经营业绩变化。结果发现，总体而言，四川上市公司的并购重组活动取得了一定的绩效，但并不显著，且不具有持续性。无论采用资产置换、资产剥离、资产注入，还是优化重整等重组模式，主并公司在重组当年通常有较好的业绩表现。其中，资产置换、综合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类和优化重整三种重组模式下的第一年重组绩效要显著好于单纯的资产注入类的重组模式。但在重组次年及第三年,几种重组模式下的上市公司业绩下滑比较明显,说明并购重组均未能持续提高上市公司的经营业绩。

2.4　本章小结

总之,在过去长达半个世纪里,有关企业并购动因的研究文献已是汗牛充栋、不胜枚举;从研究观点来看,可以说是百家争鸣、百花齐放。然而,正如 Andrade, Mitchell and Stafford (2001) 所指出的那样,“在企业发生并购的原因问题上,目前成功性的研究还依然很有限”。或许这是因为上述的大多数理论都是在特定历史时期、特定的制度环境下针对特定的企业并购问题而提出的,它们经不住市场制度的变迁与环境变化的考验。在当前的中国制度背景下,大部分上市公司都是经过国有企业改制而来,大股东与小股东以及大股东与管理层之间代理问题既复杂又尖锐,国家所有权委托代理关系不顺、大股东侵占小股东利益和公司内部人控制现象并存。在这样特殊的制度环境下,企业并购和重组有其特有动机,在借鉴国外成熟的理论、方法基础上,提出适合中国实际的企业并购理论和假说,需要进一步的研究。虽然股权分置改革以来,中国股票市场渐进迈入全流通时代,但是“股权集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中、国有股一股独大"这种特殊的股权结构依然存在,它决定了当前中国大部分并购交易的主要特征依然是协议并购,具有实际控制权的国有大股东或者是公司管理层在并购过程中扮演什么样的角色?他们是如何影响并购过程和交易结果的?这是现有研究中所缺少的,也是值得我们进一步研究的方向。

此外,始于20世纪90年代的新一轮并购浪潮,其典型特征是战略并购和大规模的跨国并购,已有的并购理论并不能对此给出合理的解释,这也需要我们做进一步的研究,以提出新的理论解释。只有在深入了解企业并购动因、并购模式、支付方式以及并购产生经济后果的主要决定因素后,我们方能更好地解释通常所观察到的并购浪潮问题,从中总结经验,以期指导及监督企业并购活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 股票市场错误定价对企业并购的驱动分析

3.1 引言

关于企业并购动因的理论观点已经非常丰富，其研究文献主要可以分为两类，一是传统的并购动因理论，主要从股东或者公司管理者等个体角度来解释并购的发生；二是并购浪潮理论，把企业并购和一些较为宏观的因素联系起来，试图从更大的视角来解释并购的发生（叶会和李善民，2008）。本书所关注的动因是资本市场对上市公司并购的影响，以往文献中与本次研究视角相关的观点主要有以下几类：产业冲击假说、并购的Q理论、市场错误定价假说及管理层情绪假说四种（Gugler，Mueller and Yurtoglu，2005），这些观点都试图把企业并购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和一些较为宏观的因素联系起来。上述观点中与本书研究最为紧密的当属并购的Q理论和市场错误定价假说,这两类研究的观点都包含了资本市场、企业价值波动和并购方面的因素,所得出的结论也或多或少地指出,当市场处于普遍被高估的情形下,并购浪潮越容易发生(Rhodes – Kropf and Viswanathan,2004)。此外,Shleifer and Vishny(2003)还指出,企业并购出现的条件还包括存在着高估公司(主并方)以及相对较低程度的企业(目标公司)。这一类研究可以总结为上市公司股价对企业并购的驱动,在国外,上述研究已经得到了一些实证检验(Dong et al. ,2006)。

中国资本市场已经建立了近二十年,近年来,上市公司的并购事件越来越多,并购出现的规模也越来越大,那么,中国资本市场上是否存在市场错误定价对并购的驱动现象呢? 如果存在这一现象,那么在研究结论上是否与国外其他资本市场上的经验研究表现得一致呢? 本章试图将国外相关理论应用于中国实际进行研究,以此为基础来探讨上市公司的并购动因与资本市场效率的关系。本章余下的结构安排如下:第二部分是理论分析与研究假设;第三部分是样本选择与数据来源;第四部分为研究设计;第五部分为实证结果与分析;第六部分为本章总结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2 理论分析与研究假设

3.2.1 股票市场错误定价对企业并购的驱动分析

在市场错误定价理论对并购驱动因素的分析中，假设此时主并公司的管理层是完全理性的，他们明确地知道哪些公司股票被高估，哪些公司股票被低估，为了避免本公司股东财富的缩水，理性的管理层便会以自身被高估的股票来购买那些未被市场高估企业的资产（或者说被高估程度稍低的企业资产），形成套利（Shleifer and Vishny, 2003）。上述分析所遇到的挑战在于它仍然假定主并公司的管理层为股东利益服务，他们为了保护股东利益以高估股票并购目标公司。但是公司股票的市值被高估时，公司会采用股票的方式进行并购已成为众所周知的事情，为什么目标公司股东和管理层会那么愚蠢而甘愿接受被并购的结局？虽然这一疑问在 Shleifer and Vishny（2003）中已得到一定程度上的回答，但不可否认的是这种回答仅是一些经验上的推测分析（empirical predictions），而缺乏实证上的检验。为了印证市场错误定价假说的合理性，Rhodes – Kropf and Viswanathan（2004），Dong et al.（2003）及 Rhodes – Kropf, Robinson and Viswanathan（2005）分别对其理论模型及假说进行了扩展与检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在进一步假设目标公司管理层是追求短期利益的前提下，为了追求自身短期财富最大化，在主并方公司提出的各种诱惑条件之下，目标公司管理层是不会着眼于目标公司股东长期利益的（Rhodes - Kropf and Viswanathan，2004）。由此可见，虽然在假定的情形下，并购活动并不能产生财富（或协同效应），但鉴于市场的错误估值以及目标公司管理层的短期自利性，并购的发生从表面上看来却能够使并购双方达到一种“双赢”（win - win）的状态。在这一结果的驱使下，并购便在主并和目标公司错误估值的情形下达成。上述分析支持了市场错误定价假说是并购浪潮发生的一个重要因素，而且公司价值高估将增加公司成为并购者和使用他们自己的股票作为交易方式进行并购的可能性。

3.2.2 研究假设

市场错误定价理论是一个多层次的体系，对该理论的检验也必须从多个角度来进行验证，本章所关注的研究点主要聚焦于市场错误定价理论的前提条件上，即在市场处于高估期或者公司价值高估时，公司是否会倾向于参与并购。本章主要通过以下假设来检验市场错误定价理论的前提条件：

1. 主并公司与目标公司的相对高估情况

由于市场错误定价理论的提出主要是针对企业并购动因而言的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中的一大前提是企业的高估情况和市场的高估情况。因此，必须首先分析清楚市场错误定价理论的大前提在中国是否适用。Shleifer and Vishny(2003)认为管理层是完全理性的，他们明确地知道哪些公司股票被高估，哪些公司股票被低估，为了避免本公司股东财富的缩水，理性的管理层便会以自身被高估的股票来购买那些未被市场高估企业的资产(或者说被高估程度稍低的企业资产)，形成套利(arbitrage)。Jovanovic and Rousseau(2002)利用 Q 理论来解释并购以及并购浪潮，研究发现并购市场的活跃总是伴随着高估的市场环境。他们检验了一个模型，模型中的技术变迁导致高 Q 值企业并购低 Q 值企业。基于以上分析和研究结论，本章提出假设 3－1：

假设 3－1：主并公司总体上比目标公司的高估程度要大，而且高估期主并公司与目标公司的总体高估程度要比低估期的高估程度高。

2. 公司的高估程度对并购发生的影响

Ang and Cheng(2006)选用了 1981－2001 年的 3000 多个并购样本为研究对象，提出了关于股票价值高估是企业并购活动的一个重要动机的直接经验证据，这个发现支持了 Shleifer and Vishny(2003)市场错误定价驱动并购活动理论的假设。他们使用账面市值比和剩余收益方法检验了错误定价如何影响公司兼并中的支付方式选择以及公司合并后的长期超常收益。通过研究，他们发现公司价值高估增加了公司成为并购者和使用他们自己的股票作为交易方式进行并购的可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能性。基于以上分析和研究结论,本章提出假设3－2:

假设3－2:公司高估程度越大,越倾向于实施并购,即公司价值的高估程度与并购发生的概率正相关。

3. 市场高估期与并购

Antoniou,Guo and Petmezas(2008)以1985－2002年的1957家英国上市的并购公司为研究样本,运用最小二乘法验证了并购动因的理论假说。结果表明并购的发生受主并双方、市场的条件以及股票市场的价格等众多因素的影响,并且认为当市场处于价值高估的情形下,并购的发生概率大为增加。基于以上分析和研究结论,本章提出假设3－3:

假设3－3:当市场处于价值高估期时,公司会更倾向于实施并购。

4. 公司高估情况与并购模式的选择

Rhodes－Kropf,Robinson and Viswanathan(2005)在研究中指出,协议收购需要经过管理者,而公开市场收购则可以绕开管理者。当主并(或目标)公司处于相对高估状态时,在主并(或目标)公司管理者理性的假设下,主并(或目标)公司的管理者会倾向于公开市场收购,因为公开市场收购可以绕过目标(或主并)公司的管理者,使得收购在高估情况下达成,从而在并购中获得更大的财富效应。因此,公司的高估程度越大,在并购中将越倾向于实施公开市场收购。基于以上分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析和研究结论，本章提出假设 3-4：

假设 3-4：高估公司在并购活动中更倾向于公开市场收购（相对于协议收购）。

3.3 样本选择与数据来源

为了检验市场错误定价假说在中国资本市场的适用性，考察上市公司的并购行为是否受到了股价波动的驱动，本章以 2005 年 1 月至 2010 年 6 月沪深两市上市公司中发生的并购事件为研究对象。

本次并购事件的样本全部来自万德数据库，相应的财务数据与公司治理数据来自于色诺芬数据库的上市公司财务数据库和上市公司公司治理数据库。基于对企业并购的定义与中国企业并购实践特点，为了确保样本数据的可获得性与准确性，在研究中对来自万德资讯资产交易数据库中的并购事件按照以下程序进行筛选：①为了便于并购数据的获取，在样本的选取上将并购事件的主并公司和目标公司的筛选条件都确定为上市公司，剔除主并公司（标的获得方）或目标公司（交易标的）不是上市公司的事件；②剔除主并公司或目标公司不在 A 股上市的事件；③剔除主并公司或目标公司在交易宣告日最近一期资不抵债（净资产账面价值小于 0）的事件；④若主并公司在同一年份内宣告两次或两次以上时，仅保留首次宣告事件；⑤剔除主并公司或目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标公司在宣告日之前的股本、股价及财务报表信息不全的事件；⑥由于在事件记录中存在这样的情况，即主并公司在并购的前一阶段宣告实施并购，在一段时间后才实质性地进入并购活动的进行、完成或者失败阶段，但是，在并购的数据记录上表现为两次或者多次并购记录，对于此类事件，最终只确定一个，所确定的标准以最近的交易进程情况为准。经过上述处理后，最终筛选出 58 起并购事件。为了全面揭示股价波动对并购的真实影响，本章在研究中还选取了并购事件发生当年的所有非事件公司作为参考样本，与并购事件样本一起来验证市场错误定价假说的前提条件，非事件公司的样本量为 8251 个。

3.4 研究设计

3.4.1 变量选择与定义

本章主要研究市场错误定价对上市公司并购活动的影响，因此在被解释变量的选取上主要侧重于假说检验的两个方面：其一，市场错误定价下的并购发生与否，在并购样本的数据记录上表现为并购宣告与否，选择的第一个被解释变量即“并购宣告（Announcement）”；其二，不同的并购模式对并购事件发生影响不一，在市场错误定价对并购驱动的表现上也不同，因此，本章选取“并购模式（Mode）”作为第二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个被解释变量。本章的解释变量主要包括：

（1）样本公司的价值高估程度（OV_regress、OV_MB）：由于在 Ang and Cheng（2006），Antoniou，Guo and Petmezas（2008）等的研究中采用了剩余估值模型和账面市值比对公司的价值高估程度进行衡量，因此，在本章的分析中笔者也选取了剩余估值模型估值（OV_regress）和账面市值比（OV_MB）来衡量样本公司的价值高估程度，反映个股的错误定价水平。

（2）市场高估期（Ovperiod）：在 Antoniou，Guo and Petmezas（2008）的研究中认为并购的发生受主并双方、市场的条件以及股票市场的价格等众多因素的影响，并且认为当市场处于价值高估的情形下，并购的发生概率大为增加。因此，本章将市场高估期作为解释变量，高估期的表述和计算见变量定义和高估期的计算说明表（表 3－1）。

（3）主并公司高估程度（OV_ acquirer、MB_ acquirer）：在并购模式模型中需要用主并公司高估程度作为主解释变量，在 Ang and Cheng（2006），Antoniou，Guo and Petmezas（2008）等的研究中用剩余估值模型估值和账面市值比对公司的价值高估程度进行衡量，因此，在并购模式的模型中也选取了剩余估值模型估值（OV_ acquirer）和账面市值比（MB_ acquirer）来衡量主并公司的价值高估程度。

（4）目标公司高估程度（OV_target、MB_target）：在并购模式模型中需要用目标公司高估程度作为主解释变量，在 Ang and Cheng（2006），Antoniou，Guo and Petmezas（2008）等的研究中用剩余估值模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型估值和账面市值比对公司的价值高估程度进行衡量，因此，在并购模式的模型中也选取了剩余估值模型估值（OV_target）和账面市值比（MB_target）来衡量目标公司的价值高估程度。

（5）主并公司的流动性（Liquidity）[①]：Worthington（2004）研究认为流动性对并购水平有显著影响，根据 Jensen（1986）的自由现金流假说，拥有大量自由现金流的公司倾向于进行低效率或降低价值的收购活动，因此，本章选用主并公司的流动性作为控制变量来反映事件公司的现金持有水平对并购活动的影响。

（6）杠杆率或债务比率（Lev）：Faccio and Masulis（2005）的研究表明，当主并方股东能够从银行轻易地取得贷款时（比如有大量的抵押物、低的资产负债率或雄厚的资产规模等），对并购活动的影响显著，因此，本章将杠杆率或债务比率（Lev）作为控制变量。

（7）总资产规模（Size）：Worthington（2004）对澳大利亚的合作存款机构的并购行为动因进行了研究，作者利用多因素 Logit 模型探讨了合作社的效率得分以及管理、监管和财务方面的因素对企业并购或被并购概率的影响。结果表明，资产规模和质量对并购水平有显著影响，公司的规模越大，越倾向于实施并购。因此，本章将总资产规模（Size）作为控制变量。

（8）主并公司的成长性（Growth）：Giuli（2008）以 1984 －2005 年的

① Liquidity ＝（货币资金＋有价证券－流动负债）/总资产，对于银行等金融类企业，Liquidity＝（现金及存放中央银行款项＋贵金属＋存放同业款项＋拆出资金＋交易性金融资产＋衍生金融资产－同业及其他金融机构存放款项－拆入资金－交易性金融负债－衍生金融负债）/总资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2602 家并购的美国上市公司为研究样本，检验了并购发生的成因。在实证检验中发现，公司的成长性对并购活动影响显著，因此，本章将主并公司的成长性(Growth)作为控制变量。

(9)股权性质(Pattern)：考虑到中国上市公司股权结构的国有和民营特性，不同的企业产权对并购的偏好可能不同，因此，本章将主并公司的股权性质(Pattern)作为控制变量，用来控制公司控制权性质对并购的影响。

(10)股权集中度(Concentrate)：Faccio and Masulis(2005)研究了公司控制权收益与并购模式之间的关系，发现股权集中度对并购活动的影响显著，因此，本章将主并公司的股权集中度(Concentrate)作为控制变量。

表 3－1 是本章模型所涉及的主要变量定义：

表 3－1 变量定义

变量符号	含义	计算方法
MV_t	权益市值或股票市值	第 t 年年末的总市值；在相对定价法下，取首次宣告日前一个月月末总市值
BV_t	净资产账面价值	首次宣告日前最近一期的所有者权益，在线性估值模型中取自然对数，符号为 b_{it}
NI_t	净利润	首次宣告日前最近一期的净利润，在线性估值模型中取其绝对值的自然对数，符号为 $\ln(NI)_{it}^{+}$
D	净利润符号	若样本公司在宣告日前最近一期的净利润小于 0，赋值 1，否则赋值 0
Announcement	并购宣告	0－1 变量，企业在某一年份公开宣告并购赋值 1，未宣告赋值 0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

变量符号	含义	计算方法
Mode	并购模式	0－1变量，协议收购赋值1，公开市场收购赋值0。协议收购包括：协议转让、股权转让、吸收合并、定向增发、银行托管债权转移、以股抵债、股权置换；公开市场收购包括：二级市场收购、拍卖竞购、法院判决
OV_regress	股票价值高估程度	线性回归估值法，（市值－拟合值）/市值
OV_MB	股票价值高估程度	市净率相对定价法，（个股市净率－同行业市净率中位数）/同行业市净率中位数
OV_acquirer	主并公司股票价值高估程度	计算方法同OV_regress
MB_acquirer	主并公司股票价值高估程度	计算方法同OV_MB
OV_target	目标公司股票价值高估程度	计算方法同OV_regress
MB_target	目标公司股票价值高估程度	计算方法同OV_MB
Ovperiod	高估期间	在事件日所属年份中，若某一年的沪深两市指数收益率高于整个取样期间的平均收益，该年被定义为市场高估期，赋值1，否则赋值0
Liquidity	主并公司的流动性	（现金＋有价证券－流动负债）/总资产
Growth	主并公司的成长性	并购宣告前一年的营业总收入增长率，等于前一年与前两年营业总收入之商，再取自然对数
Size	总资产规模	主并公司在并购宣告前一年年末总资产，以亿元为单位再取自然对数
Relativesize	主并公司与目标公司的规模差异	主并公司在并购宣告前一年年末的权益市值除以同期目标公司的权益市值，再取自然对数
Lev	杠杆率或债务比率	主并公司在并购前一年年末的资产负债率，等于期末总负债除以总资产
Pattern	股权性质	主并公司在并购宣告前的实际控制人类别，国有股赋值0，非国有股赋值1
Concentrate	股权集中度	取并购宣告日前一年主并公司前十大股东持股比例的平方和，即赫芬达指数（herfindahl_10）
Ind	行业虚拟变量	主并公司在首次宣告日所属行业，按照中国证监会发布的行业分类标准，共12个行业虚拟变量
Year	年份虚拟变量	属于某一年份赋值为1，否则赋值0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.4.2 模型设定

本章主要通过以下两个模型来检验市场错误定价假说的前提条件：

(1)检验股票价值高估与并购宣告关系的 Logistic 回归模型：

$$Announcement = \alpha_0 + \alpha_1 OV_regress + \alpha_2 Ovperiod + \alpha_3 Liquidity + \alpha_4 Growth + \alpha_5 Size + \alpha_6 Lev + \alpha_7 Pattern + \alpha_8 Concentrate + \varepsilon \quad (3-1)$$

该模型主要用来检验公司价值高估情况对企业并购宣告与否的影响。在模型(3-1)中，被解释变量 Announcement 用来反映公司并购的宣告与否，解释变量 OV_regress 和 Ovperiod 分别用来衡量股票的价值高估程度和并购事件是否处在市场高估期，考虑到公司的流动性(Liquidity)、成长性(Growth)、规模(Size)、杠杆水平(Lev)、股权性质(Pattern)以及股权集中度(Concentrate)等因素对并购事件会产生一定的影响，因而将这些因素都纳入模型中作为控制变量。

(2)检验股票价值高估与并购模式(协议收购、公开市场收购)关系的 Logistic 回归模型为：

$$Mode = \alpha_0 + \alpha_1 OV_acquirer + \alpha_2 OV_target + \alpha_3 Ovperiod + \alpha_4 Liquidity + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Pattern + \alpha_9 Concentrate + \varepsilon \quad (3-2)$$

该模型主要用来检验并购双方的公司价值估值情况对并购模式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的选择的影响。在模型(3－2)中,被解释变量 Mode 用来表示并购模式,主要涉及协议收购和公开市场收购。解释变量 OV_ acquirer 和 OV_target 分别表示主并公司和目标公司的价值高估程度,解释变量 Ovperiod 用来衡量并购事件是否处在市场高估期。与模型(3－1)相同,考虑到公司的流动性(Liquidity)、成长性(Growth)、规模(Size)、杠杆水平(Lev)、股权性质(Pattern)以及股权集中度(Concentrate)等因素对并购事件会产生一定的影响,因而将这些因素也都纳入模型中作为控制变量。

(3)股票价值高估程度的衡量

一般地,衡量并购双方的股票价值高估程度的方法主要包括以下两类:相对估值法与回归估值法。其中,相对估值法包括市盈率(P/E)定价法与市净率(市账比,MB)定价法。由于不少公司年份的市盈率为负数,按照公式计算出来的结果容易引起误解,故本书仅以市净率为基准。

相对估值法下,股票价值高估程度被定义为单个公司的市净率(市盈率)与同期、同行业的中位数的差异率,其计算公式如下:

$$OV_mb = \frac{(MB)_{i,t} - median(MB)_{industry,t}}{(MB)_{i,t}} \qquad (3-3)$$

其中,$MB_{i,t}$ 是指股票 i 在 t 年末的市净率,$median(MB)_{industry,t}$ 是指股票 i 所属行业的所有股票在 t 年末市净率的中位数。

回归估值法下,股票价值高估程度被定义为单个公司在某一年份上的市场价值与其内在价值的差异率,其计算公式如下:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$OV_regress = \frac{mv_{i,t} - v_{i,t}}{mv_{i,t}} \tag{3-4}$$

其中，$mv_{i,t}$ 与 $v_{i,t}$ 分别指公司 i 的股票在 t 年的市场价值与内在价值的自然对数。对股票内在价值的估计源于 Ohlson(1995)创立的剩余收益估值(residual income valuation，RIV)模型，该模型的核心思想在于引入了剩余收益变量，在衡量企业价值创造时考虑了股东自有资金的机会成本(即权益资本成本)，强调企业价值取决于企业持续创造经营利润的能力，将估值视角由利润分配转移到利润创造上来。然而，剩余收益估值模型在实际应用中可能会遇到以下难题：基期以后的净利润与净资产(剩余收益)预期增长率的确定、通货膨胀因素对折现率的影响、分析师对未来净利润与净资产的预测精度。有鉴于此，Rhodes - Kropf，Robinson and Viswanathan(2005)设计了一种新的方法，他们将市账比(MB)分解成两部分：市值比内在价值(M/V)、内在价值比净资产账面价值(V/B)，前者涵盖了与错误估值直接相关的市账比部分，后者则反映企业的实际增长机会。按照上述分解方法，股票市值与其账面价值可以单独联系起来，借鉴这一方法，在剩余收益估值模型的基础上，本书构建了将股票市值表述为权益账面价值的线性估值函数，表述如下：

$$MV_t = \alpha_{0,t} + \alpha_{1,t} BV_t \tag{3-5}$$

对等式(3-5)中的权益市值与账面价值同时取自然对数可得：

$$mv_{i,t} = \alpha_{0j,t} + \alpha_{1j,t} bv_{i,t} \tag{3-6}$$

$\alpha_{0,t}$和 $\alpha_{1,t}$可以表述为剩余收益估值模型中预期净利润和净资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增长率、折现率的线性函数，故这两个参数可能具有时变性特征。在式(3－6)中，涵盖了特定时点上某一行业中所有企业的平均市值，即同一行业内各企业中可定价的无形资产价值；用于衡量与增量净资产账面价值直接相关的市账比。

经过上述变换后，股票的市场价值与同期会计信息直接联系起来，这与 Ohlson(1995)以及 Ohlson and Feltham(1995)中的线性权益估值函数的思想不谋而合。在构建估值模型时，首先假定净资产账面价值与净利润以固定速度增长；同时，考虑到现实条件下企业在不同年份中盈亏状况的变化，我们在构建回归模型时对亏损企业的净利润做了特殊处理，增加了净利润的符号(D)；此外，考虑到同一行业中具有不同负债率的企业的权益资本成本不同，因此我们将杠杆率纳入估值模型中，考虑了上述所有因素后的线性回归模型设计如下：

$$mv_{i,t} = \alpha_{0j,t} + \alpha_{1j,t} bv_{i,t} + \alpha_{2j,t} \ln(NI)^{+}_{i,t} + \alpha_{3j,t} D \times \ln(NI)^{+}_{i,t} + \alpha_{4j,t} Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-7)$$

考虑到杠杆率在行业之间存在差异，而同一行业的回归系数在不同年份之间也可能存在差异，故本书对模型(3－7)采取分年度、分行业的截面回归，即对各行业在取样期间的各个年份上进行回归。

对模型(3－7)进行截面回归即可得出每一行业、每一年份上各系数的估计值。在此基础上，结合每一家公司所属行业、年份的回归系数与变量观测值即可计算出每一家公司在每一个年份上的内在价值($v_{i,t}$)，其计算公式表述如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$v_{i,t} = \hat{\alpha}_{0j,t} + \hat{\alpha}_{1j,t} bv_{i,t} + \hat{\alpha}_{2j,t} \ln(NI)^{+}_{i,t} + \hat{\alpha}_{3j,t} D \times \ln(NI)^{+}_{i,t} + \hat{\alpha}_{4j,t} Lev_{i,t} \quad (3-8)$$

最后，将 $v_{i,t}$ 代入公式(3－4)即可求出每一只股票在每一个年份上的价值高估程度(OV_regress)。

3.5 实证结果与分析

3.5.1 描述性统计

表 3－2 是对并购事件的描述性统计。从描述性统计的结果来看，符合样本筛选条件的并购事件主要集中发生在 2006 年至 2008 年。从并购模式的描述性统计结果来看，协议收购有 45 起，市场收购只有 13 起，协议收购基本主导了收购模式。

表 3－2 并购事件的描述性统计

并购年份	事件起数	并购模式	
		协议收购	市场收购
2005	6	6	0
2006	14	13	1
2007	15	9	6
2008	14	9	5
2009	7	7	0
2010	2	1	1
合计	58	45	13

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－3 是对样本公司的特征变量(均值)的描述性统计。在描述性统计中,对应着后续检验的两个模型,对样本公司按照事件与非事件公司、主并与目标公司进行了分类。从分类统计的结果来看,事件公司的规模总体要大于非事件公司,主并公司的规模总体要大于目标公司。此外,事件公司的市账比要明显高于非事件公司,而主并的业绩则明显优于目标公司。在流动性上,事件与非事件公司、主并与目标公司并没有表现出太大的差异。

表 3－3 样本公司的特征变量(均值)描述性统计

样本量	事件公司	非事件公司	主并公司	目标公司
	116	8251	58	58
Panel A:公司规模(单位:亿元)				
BV	55.45	34.7	74.2	36.7
MV	181.5	96.2	199	164
Size	338.5	210	253	424
NI	4.65	4.02	5.67	3.63
营业总收入	104.35	50	162	46.7
Panel B:绩效指标				
ROA	0.007354	2.564652	0.0303892	－0.0157
ROE	0.092566	0.0564668	0.1986663	－0.0135
M/B	5.330027	2.5826	2.3924	8.2677
Panel C:财务杠杆相关指标				
Lev	0.609364	0.7165742	0.6038581	0.6149
Liquidity	－0.25865	－0.428191	－0.187894	－0.3294

考虑到市场整体高估情况对企业并购会产生较大影响,因此,本书对高估期进行了深入分析。表 3－4 是对市场高估期间与低估期间的划分说明,该表以沪深两市 A 股考虑分红的月收益率平均市场指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为基础，对 2005 – 2010 年指数排名的前三位划为高估年份，排名靠后的三位划分为低估年份，从高低估年份划分的结果来看，低估年份的收益率均小于零，而高估年份的收益率均大于零，可见，对市场高低估期间的划分具有一定的合理性。在表 3 – 5 中对并购宣告样本在不同市场气候下的分布进行了描述性统计。统计结果显示，在市场高估期间发生的并购事件数明显要多于市场低估期间。这在一定程度上验证了市场越高估、并购事件越容易发生的假设。

表 3 – 4 市场高估期间与低估期间的划分

年份	考虑分红的月收益率		高估—低估划分	赋值
	沪深两市 A 股简单算术平均市场指数	沪深两市 A 股流通市值加权市场指数		
2005	–0. 01200376	–0. 001676552	低估年份	0
2006	0. 064550708	0. 088249989	高估年份	1
2007	0. 109016469	0. 10987994	高估年份	1
2008	–0. 071758195	–0. 07056625	低估年份	0
2009	0. 083517744	0. 074100172	高估年份	1
2010	–0. 034391614	–0. 042457715	低估年份	0

注：月度收益率是指某一特定年份中 12 个月的几何平均收益率，其中 2010 年仅取 1 – 6 月份的数据；高估—低估的划分是针对某一年份的月收益率在 6 个年份中的相对排名而确定。

表 3 – 5 并购宣告样本在不同市场气候下的分布

市场低估期间		市场高估期间	
年份	并购数量	年份	并购数量
2005	6	2006	14
2008	14	2007	15
2010	2	2009	7
合计	22	合计	36

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表3－6列示了线性回归估值法所使用的样本公司的行业、年度分布情况；表3－7报告了线性估值模型的回归结果，包括每一个行业在6个年份上的回归系数均值与调整的拟合优度均值。

需要特别强调的是：①由于本书研究的是股票市场错误定价对企业并购活动的驱动作用，因此在分析股票价值高低估情况时，应选取并购事件前一期作为分析期间，这也是在线性回归估值法下样本的行业、年度分布中选取2004年至2009年的原因。②尽管表3－7报告的是各行业在各年份上的回归结果，但是根据公式（3－8）计算股票的内在价值时使用的是单个公司的数据，而非整个行业数据的平均值或者总和，因此，本书并非对整个行业进行估值，而是对单个公司的股票进行估值。③考虑到本书的篇幅与实证结果报告的规范性，表3－7报告的回归系数估计值并非各行业、各年份上的原始回归结果，而是对每一个行业的回归结果在6个年份上求平均值。通过变量的显著性检验（括号内的数字）与模型的拟合优度（Adj. R^2）即可看出线性估值模型的有效性。

表3－6　线性回归估值法下样本的行业、年度分布

行业＼年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合计
A	38	37	40	37	37	40	229
B	23	22	22	28	32	34	161
C	783	786	818	877	924	977	5165
D	59	61	62	63	64	65	374
E	27	27	30	33	34	39	190
F	57	57	63	65	65	66	373

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份 行业	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合计
G	82	82	89	95	97	112	557
H	91	90	91	90	93	94	549
I	10	10	14	26	28	31	119
J	57	56	58	65	70	78	384
K	38	38	39	46	48	53	262
L	11	10	10	11	11	11	64
M	76	74	75	74	70	70	439
合计	1352	1350	1411	1510	1573	1670	8866

注：对样本进行行业分类参照中国证监会(CSRC)制定的《中国上市公司分类指引》，共计分为 13 个大类：A. 农、林、牧、渔业；B. 采掘业；C. 制造业；D. 电力、煤气及水的生产和供应业；E. 建筑业；F. 交通运输、仓储业；G. 信息技术业；H. 批发和零售贸易业；I. 金融、保险业；J. 房地产业；K. 社会服务业；L. 传播与文化产业；M. 综合类。

表 3－7 线性估值模型回归结果

行业	$\hat{\alpha}_{0j,t}$	$\hat{\alpha}_{1j,t}$	$\hat{\alpha}_{2j,t}$	$\hat{\alpha}_{3j,t}$	$\hat{\alpha}_{4j,t}$	Adj. R^2
A	9.732 (12.32)	0.376 (10.12)	0.231 (5.93)	−0.017 (−6.15)	−0.102 (−0.70)	0.676
B	4.330 (7.39)	0.584 (6.46)	0.292 (3.58)	−0.003 (−0.19)	0.256 (0.59)	0.925
C	8.521 (35.84)	0.420 (25.25)	0.246 (10.93)	−0.020 (−6.42)	−0.035 (−1.84)	0.737
D	4.659 (5.58)	0.625 (17.89)	0.224 (11.50)	−0.012 (−2.59)	−0.263 (−4.10)	0.890
E	7.076 (6.31)	0.546 (9.57)	0.185 (6.85)	0.006 (0.82)	−0.320 (−2.01)	0.799
F	5.800 (10.14)	0.532 (10.83)	0.260 (4.76)	−0.008 (−1.05)	0.463 (4.59)	0.865
G	8.144 (13.53)	0.487 (13.74)	0.198 (5.27)	−0.017 (−3.79)	−0.150 (−1.70)	0.757
H	10.001 (26.60)	0.371 (18.41)	0.225 (13.99)	−0.006 (−0.79)	−0.237 (−10.78)	0.645

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

行业	$\hat{\alpha}_{0j,t}$	$\hat{\alpha}_{1j,t}$	$\hat{\alpha}_{2j,t}$	$\hat{\alpha}_{3j,t}$	$\hat{\alpha}_{4j,t}$	Adj. R^2
I	5.094 (3.43)	0.786 (5.63)	0.067 (0.65)	0.018 (1.98)	-0.362 (-1.00)	0.934
J	6.262 (8.11)	0.595 (19.35)	0.170 (12.17)	0.010 (1.37)	-0.044 (-2.17)	0.805
K	6.457 (15.53)	0.563 (14.27)	0.195 (5.51)	-0.003 (-0.18)	0.315 (2.20)	0.823
L	8.158 (6.73)	0.451 (5.21)	0.267 (6.10)	-0.028 (-3.38)	-0.445 (-3.90)	0.904
M	10.696 (10.75)	0.406 (7.20)	0.150 (10.53)	-0.011 (-2.74)	-0.236 (-4.19)	0.578

注：(1) 线性回归模型为：

$$mv_{i,t} = \alpha_{0j,t} + \alpha_{1j,t}bv_{i,t} + \alpha_{2j,t}\ln(NI)^{+}_{i,t} + \alpha_{3j,t}D \times \ln(NI)^{+}_{i,t} + \alpha_{4j,t}Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-7);$$

(2) 第 2-6 列报告了分行业、分年度(industry - year)的回归系数在 6 个年份上(2004-2009 年)的平均值，括号内的数字表示各系数均值是否异于 0 的 t 检验统计值；

(3) Adj. R^2 表示各行业按照分行业、分年度截面回归的拟合优度在时间序列上的平均值。

表 3-8 是对并购宣告回归模型中解释变量（虚拟变量除外）的描述性统计。从统计结果来看，并购宣告模型涉及 8367 个样本；从高低估的情况来看，剩余估值模型的估值结果和 MB 的估值结果的中位数都小于零，即样本公司整体偏低估。从 Liquidity 的统计结果来看，中位数和均值分别为 0.1282 和 0.1586，都达到了 10% 以上，表明样本公司的流动性较好。而公司的杠杆率或债务比率(Lev)偏高，均值达到了 0.7166。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－8 并购宣告回归模型中解释变量(虚拟变量除外)的描述性统计

变量	最小值	中位数	最大值	均值	标准差	样本量
OV_regress	－0.1052	－0.0024	0.1268	－0.0004	0.0205	8367
OV_MB	－528.3077	－0.0192	537.9126	0.3618	11.3044	8367
Liquidity	0.0001	0.1282	0.9701	0.1586	0.1258	8367
Lev	0.0081	0.5243	877.2559	0.7166	9.8282	8367
Size	－7.5785	2.9037	11.6772	3.0423	1.3084	8367
Growth	－12.0410	0.1127	8.2385	0.0913	0.5625	8367
Concentrate	0.0001	0.1512	0.7598	0.1838	0.1272	8367

表 3－9 是对并购模式回归模型中解释变量(虚拟变量除外)的描述性统计。从统计结果来看,并购模式回归模型涉及 58 个样本;从高低估的情况来看,主并公司的剩余收益估值模型的估值结果和 MB 的估值结果的中位数和均值都明显大于目标公司,即主并公司的高估程度可能明显高于目标公司,这在一定程度上验证了假设 3－1。从 Liquidity 的统计结果来看,中位数和均值分别为 0.1016 和 0.1277,处在较好的流动性水平。而公司的杠杆率或债务比率(Lev)较高,均值达到了 0.6149。

表 3－9 并购模式回归模型中解释变量(虚拟变量除外)的描述性统计

变量	最小值	中位数	最大值	均值	标准差	样本量
OV_acquirer	－0.0261	0.0085	0.0582	0.0060	0.0175	58
OV_target	－0.0568	－0.0026	0.0949	0.0026	0.0264	58
MB_acquirer	－0.7287	0.0548	7.2489	0.4688	1.2323	58
MB_target	－528.3077	－0.1208	104.0889	－6.9258	71.0099	58
Liquidity	0.0050	0.1016	0.8215	0.1277	0.1207	58
Lev	0.0822	0.5920	1.2364	0.6149	0.2528	58
Size	0.7358	3.1895	9.7502	3.3642	1.6038	58
Growth	－1.8500	0.1379	2.1480	0.1128	0.4952	58
Concentrate	0.0204	0.1574	0.6358	0.1960	0.1503	58

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了更清晰地看出并购双方价值高(低)估的整体分布情况，表3－10报告了主并公司和目标公司在相对估值法与回归估值法下其股票价值被高估的家数、股票价值被低估的家数、价值被高估的家数占总样本的比例(高估家数占比)。

表3－10 主并公司与目标公司价值高(低)分布情况

Panel A:回归估值法下事件公司的高(低)估分布				
	价值被高估的家数(OV_regress > 0)	价值被低估的家数(OV_regress < 0)	总样本量	高估家数占比
主并公司	41	17	58	70.69%
目标公司	27	31	58	46.55%
Panel B:相对估值法下事件公司的高(低)估分布				
	价值被高估的家数(OV_MB > 0)	价值被低估的家数(OV_MB < 0)	总样本量	高估家数占比
主并公司	29	29	58	50.00%
目标公司	24	34	58	41.38%

注:OV_regress 与 OV_MB 的定义见表3－1所示。

3.5.2 回归分析

表3－11是高低估期间主并公司与目标公司的比较。从高估期间比较的结果来看，在主并公司与目标公司的比较上，现金角度的比较中主并与目标差异为－4.99998(MB)和0.0048269(OV，注:此处OV为根据剩余收益估值模型的高估程度)，股票角度的比较中主并与目标差异为113.7037(MB)和－0.0124233(OV)，混合角度的比较中主并与目标差异为0.3549074**(MB)和0.0130826(OV)，所有样本比较中主并与目标差异为12.82537(MB)和0.0044949(OV)。低估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间和所有期间的比较结果也出现了类似的情况。总体而言,MB 估值的结果显示主并公司的高估程度要低于目标公司,但是 OV 的估值结果表明主并公司的高估程度要高于目标公司的高估程度。不过上述统计结果可能受到样本数量的限制,在统计上表现得并不显著。

表 3－12 是对并购宣告回归模型中变量间的相关性分析。高估程度指标之间高度相关,这表明两种方法计算的公司估值情况具有一致性,一定程度上保证了估值的准确性。此外,所选的控制变量与解释变量以及控制变量之间都存在一定的相关性。表 3－13 是对并购模式回归模型中变量间的相关性分析。分析结果表明,除了主并公司与目标公司在高估程度的衡量指标上具有较强的相关性外,其他的相关性不显著,这一结果与表 3－12 对并购宣告回归模型中变量间的相关性分析结果截然不同。可见,参与并购活动的公司具有一定的特性,与非事件公司具有明显的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-11 高低估期间主并公司与目标公司的比较

Panel A:		高估期间				低估期间				所有			
		主并	目标	主并—目标（t 检验）	样本量	主并	目标	主并—目标（t 检验）	样本量	主并	目标	主并—目标（t 检验）	样本量
现金	MB	0.0426692	1.985634	-4.99998 (-1.0621)	22	0.8135814	0.1774666	0.4617301 (1.0691)	14	0.342468	1.282458	-2.875981 (-0.9949)	36
	OV	0.0086022	0.0037753	0.0048269 (0.6746)	22	-0.0040396	-0.0078903	0.0038507 (0.6056)	14	0.003686	-0.000761	0.004447 (0.8619)	36
Panel B:													
股票	MB	-3.914612	63.41642	113.7037 (0.9899)	5	-0.6479694	-0.5239946	0.0115956 (0.0429)	5	-2.281291	31.446210	56.85766 (0.9911)	10
	OV	0.013906	0.0263293	-0.0124233 (-0.7099)	5	0.0035797	-0.0011359	0.0047156 (0.4044)	5	0.008743	0.012597	-0.003854 (-0.3487)	10
Panel C:													
混合	MB	-2.460377	-2.123388	0.3549074** (1.9952)	9	0.6482297	3.55326	-3.261992 (-0.6648)	3	0.010690	0.004307	-.5493174 (-0.4755)	12
	OV	0.0145926	0.00151	0.0130826 (1.2124)	9	-0.0010184	0.0126989	-0.0137173 (-0.9087)	3	-1.683225	-0.704226	-0.978999 (-0.7129)	12
Panel D:													
所有	MB	-1.132715	9.490432	12.82537 (0.7885)	36	0.4588628	0.478379	-.1483534 (-0.2178)	22	0.4714761	-7.432825	7.904301 (0.7842)	58
	OV	0.0108364	0.0063415	0.0044949 (0.7899)	36	-0.001896	-0.0035476	0.0016516 (0.3144)	22	.0060069	0.002590	0.003417 (0.8532)	58

注：括号内的数字表示均值或均值之差是否异于 0 的 t 检验统计值，***、**、* 分别表示单侧检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－12 并购宣告回归模型中变量间的相关系数

	OV_regress	OV_MB	Ovperiod	Liquidity	Lev	Size	Growth	Pattern	Concentrate
OV_regress	1								
OV_MB	0.0465 ***	1							
Ovperiod	0.0053	0.0042	1						
Liquidity	−0.0125	0.0071	−0.0889 ***	1					
Lev	0.0024	0.0003	0.0154	−0.0032	1				
Size	0.0649 ***	−0.0340 ***	−0.0860 ***	−0.0079	−0.1051 ***	1			
Growth	0.009	0.0007	−0.0108	0.0732 ***	−0.0608 ***	0.1499 ***	1		
Pattern	−0.0426 ***	0.0119	−0.0377 ***	0.0332 ***	0.0252 **	−0.2669 ***	−0.0483 ***	1	
Concentrate	0.0928 ***	−0.0072	0.0233 **	0.0131	−0.0172	0.2345 ***	0.0904 ***	−0.2503 *	1

注：(1) 变量间相关系数的计算建立在 8367 个公司年份样本数据之上；
(2) 下三角区域为 Pearson 的两两线性相关系数；
(3) ***、**、* 分别表示双尾检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-13　并购模式回归模型中变量间的相关系数

	OV_ acquirer	OV_target	MB_ acquirer	MB_target	Ovperiod	Liquidity	Lev	Size	Growth	Pattern	Concentrate
Ov_acquirer	1										
Ov_target	0.0777	1									
MB_ acquirer	0.2746 **	0.3616 ***	1								
MB_target	-0.4227 ***	-0.2251 *	-0.7184 ***	1							
Ovperiod	0.2175	0.0491	-0.1724	0.1537	1						
Liquidity	-0.0288	-0.0439	0.1752	-0.1224	-0.2642 **	1					
Lev	-0.0717	0.1424	-0.1105	0.1291	0.0363	-0.1534	1				
Size	0.1738	0.0176	0.1837	-0.1904	-0.0943	0.323	0.1848	1			
Growth	0.2463 *	0.3371 ***	0.4923 ***	-0.5264 ***	-0.0263	-0.1917	-0.152	0.0323 **	1		
Pattern	-0.0849	-0.0447	-0.0395	0.1139	-0.0806	0.1049	-0.097	-0.1691	-0.1164	1	
Concentrate	0.2864 **	0.294 **	0.1063	-0.1046	0.3137 **	-0.0976	-0.051	0.0683	0.1545	-0.2761 **	1

注：(1)变量间相关系数的计算建立在 58 个公司年份样本数据之上；
(2)下三角区域为 Pearson 的两两线性相关系数；
(3) ***、**、* 分别表示双尾检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－14 报告了并购宣告模型回归结果。从整体回归结果来看，五个模型均能拒绝“所有系数全为零”的原假设，卡方检验（Chi2）均在 0.01 水平上显著，表明总体回归效果较好。从模型一、二、四、五的高估指标回归结果来看，回归系数分别为：10.169、0.003、9.496、0.004，均显著为正，表明公司越高估，越倾向于参与并购活动，这较好地验证了假设 3－2：公司高估程度越大，越倾向于实施并购，即公司价值的高估程度与并购发生的概率正相关。高估期间（Ovperiod）在模型中的回归系数分别为 1.296、1.284、1.296，也均显著大于零，这较好地验证了假设 3－3：当市场处于价值高估期时，公司会更倾向于实施并购。

表 3－14 并购宣告模型回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
OV_regress	10.169 * (1.79)			9.496 * (1.67)	
OV_MB		0.003 * (1.79)			0.004 * (1.93)
Ovperiod			1.296 *** (4.16)	1.284 *** (4.17)	1.296 *** (4.17)
Liquidity	0.265 (0.28)	0.245 (0.26)	0.675 (0.73)	0.676 (0.74)	0.658 (0.71)
Lev	－0.468 (－0.64)	－0.527 (－0.70)	－0.718 (－0.89)	－0.648 (－0.83)	－0.726 (－0.90)
Size	0.633 *** (9.62)	0.643 *** (9.50)	0.710 *** (9.24)	0.700 *** (9.41)	0.711 *** (9.24)
Growth	0.320 ** (2.28)	0.317 ** (2.26)	0.300 ** (2.03)	0.295 ** (1.98)	0.302 ** (2.02)
Pattern	0.758 *** (2.58)	0.748 ** (2.55)	0.840 *** (2.81)	0.850 *** (2.84)	0.842 *** (2.81)
Concentrate	0.059 (0.06)	0.196 (0.22)	0.217 (0.24)	0.074 (0.08)	0.217 (0.24)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
Constant	-7.528 *** (-15.85)	-7.525 *** (-15.80)	-8.325 *** (-15.14)	-8.324 *** (-15.14)	-8.324 *** (-15.13)
Pseudo R^2	14.06%	13.74%	16.64%	16.93%	16.66%
Chi2	153.49 ***	155.81 ***	170.01 ***	167.75 ***	171.19 ***
N	8367	8367	8367	8367	8367

注：(1) Logit 回归模型为：

$$Announcement = \alpha_0 + \alpha_1 OV + \alpha_2 Ovperiod + \alpha_3 Liquidity + \alpha_4 Growth + \alpha_5 Size + \alpha_6 Lev + \alpha_7 Pattern + \alpha_8 Concentrate + \varepsilon \qquad (3-1)$$

(2) ***、**、* 分别表示统计检验在 0.01、0.05 和 0.10 水平上显著；

(3) 括号内的数字是按照 White (1980) 调整异方差后的 z 统计值，在回归命令后加 robust；

(4) 为了检验变量之间是否存在多重共线性问题，对各模型回归之后还计算了各变量的方差膨胀因子(VIF)，其值均小于 2，表明不存在多重共线性，限于篇幅，表中未披露。

从其他控制变量的回归结果来看，公司规模(Size)的回归系数在所有模型中均显著大于零，这表明公司的规模越大，越倾向于实施并购。公司成长性(Growth)的回归系数在所有模型中均显著大于零，这表明公司的成长性越好，越倾向于实施并购。上述研究结果与 Worthington(2004)的研究结果一致，该研究利用多因素 Logit 模型探讨了合作社的效率得分以及管理、监管和财务方面的因素对企业并购或被并购概率的影响，其结果表明，资产规模和质量、管理能力、盈利和流动性对并购水平有显著影响。此外，企业性质(Pattern)的回归系数在所有模型中均显著大于零，这表明非国有企业更倾向于参与并购活动。

表 3-15 是并购模式模型回归结果。从整体回归结果来看，五个模型均能通过“所有系数全为零”的原假设，卡方检验(Chi2)至少在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.1 水平上显著。从主并与目标公司衡量高估程度的指标的回归系数来看，OV_ acquirer、OV_target、MB_ acquirer、MB_target 的回归结果都显著小于零，这实际上验证了假设 3－4：高估的公司在并购活动中更倾向于公开市场收购（相对于协议收购）。从控制变量的显著情况来看，成长性和股权集中度具有一定的代表性，都显著小于零，表明公司的成长性越高、股权越集中，在并购中越倾向于公开市场收购。

表 3－15 并购模式模型回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
OV_ acquirer	-44.046 ** (-1.96)			-64.043 * (-1.92)	
OV_target	-58.293 *** (-2.90)			-61.875 *** (-2.88)	
MB_acquirer		-1.817 *** (-3.39)			-2.009 *** (-2.94)
MB_target		-0.033 *** (-3.87)			-0.040 *** (-3.46)
Ovperiod			0.933 (1.12)	1.867 (1.50)	1.372 (1.32)
Liquidity	7.649 (1.44)	7.302 (1.29)	9.537 (1.63)	14.489 ** (2.03)	12.741 * (1.95)
Lev	4.823 ** (2.36)	3.161 (1.36)	2.383 (1.36)	5.702 ** (2.22)	3.516 * (1.67)
Size	-0.233 (-0.56)	-0.249 (-0.81)	-0.222 (-0.80)	-0.271 (-0.97)	-0.300 (-1.27)
Growth	-2.837 (-1.73)	-3.196 ** (-2.11)	-3.419 ** (-2.55)	-3.633 ** (-2.17)	-3.933 ** (-2.22)
Pattern	0.723 (0.93)	0.353 (0.40)	0.049 (0.05)	0.728 (0.90)	0.446 (0.51)
Concentrate	-2.005 (-0.63)	-5.881 ** (-2.16)	-6.949 ** (-2.05)	-6.712 (-1.53)	-7.492 ** (-1.99)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
Constant	-3.923* (-1.88)	-1.613 (-0.83)	-1.974 (-1.05)	-5.272* (-1.93)	-2.681 (-1.32)
Pseudo R^2	37.76%	37.03%	24.22%	42.22%	40.08%
Chi2	20.67***	19.24**	13.57*	18.20**	20.05**
N	58	58	58	58	58

注：(1) Logit 回归模型为：

$$Mode = \alpha_0 + \alpha_1 OV_acquirer + \alpha_2 OV_target + \alpha_3 Overperiod + \alpha_4 Liquidity + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Pattern + \alpha_9 Concentrate + \varepsilon \quad (3-2)$$

(2) ***、**、* 分别表示统计检验在 0.01、0.05 和 0.10 水平上显著；

(3) 括号内的数字是按照 White (1980) 调整异方差后的 z 统计值，在回归命令后加 robust；

(4) 为了检验变量之间是否存在多重共线性问题，对各模型回归之后还计算了各变量的方差膨胀因子 (VIF)，其值均小于 3，表明不存在多重共线性，限于篇幅，表中未披露。

3.6 本章小结

本章选取2005年1月至2010年6月在中国上市公司中发生的并购事件为研究对象，检验市场错误定价假说在中国资本市场的适用性，主要从并购宣告和并购模式两个角度对市场错误定价假说进行了实证检验，研究结果表明：

(1) 公司高估程度越大，越倾向于实施并购，即公司价值的高估程度与并购发生的概率正相关。

(2) 当市场处于价值高估期时，公司会更倾向于实施并购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）公司的规模越大、成长性越好，越倾向于实施并购。

（4）相对于国有企业来说，非国有企业更倾向于参与并购活动。

（5）高估公司在并购活动中更倾向于公开市场收购（相对于协议收购），并且成长性越高、股权越集中的公司，在并购中越倾向于公开市场收购。

从上述实证结果来看，基本验证了市场错误定价假说中的前提假设，即公司价值高估使得公司产生并购动因，处在市场高估期的公司，这种并购动因在公司中产生得更为普遍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 股票市场错误定价与支付方式及交易结果

4.1 引言

在上一章中，我们分析了资本市场错误定价对企业并购活动的驱动和影响，研究结果表明市场的高估期以及公司的高估情况等因素对企业并购活动确实存在较大的促进作用，但是，第三章的结论还只是验证资本市场错误定价对并购驱动的前提条件或者部分假设，在中国资本市场上，上市公司的并购是否表现得和国外资本市场一致，还有赖于进一步的实证检验。就市场错误定价驱动假说已有的研究来看，后续的实证研究主要涉及支付方式、交易标的和交易结果。关于这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题，早在 Myers and Majluf(1984)的研究中就有所涉及，当公司股票价值处于高估情形下他们就会有强烈的动机进行股票融资，该理论实际上认为在并购中，如果公司价值处于高估的情况，那么，会倾向于采用股份支付的方式。此后，Hansen(1987)，Shleifer and Vishny(2003)，Rhodes－Kropf，Robinson and Viswanathan(2005)等进一步研究了不同市场定价偏离的情形下并购支付方式的表现情况。

本章的主要任务即沿着上述思路从支付方式与交易标的选择、交易结果等方面为资本市场错误定价假说在中国资本市场的适用情况提供全面的经验证据。本章余下的结构安排如下：第二部分是理论分析与研究假设；第三部分是样本选择与数据来源；第四部分是研究设计；第五部分是实证结果与分析；第六部是为本章总结。

4.2 理论分析与研究假设

4.2.1 理论分析

市场错误定价假说的验证需要经历几个阶段，第三章验证了市场高估期和公司高估情况下对并购活动的积极促进，但是，这还并不能说明符合市场错误定价假说的预期。在一般的并购结构中，主并公司需要决定是用现金支付，还是股票支付，或是这两种方式的混合。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息对称、不存在交易成本、没有税收的完美资本市场中，并购采用何种方式都是不重要的(Modigliani and Miller，1958)，然而一旦现实情况不满足这些假设条件，那么并购方式的选择便是重要的。在市场错误定价假说中，主并公司高估的情况下会倾向于运用股票支付来实施并购，如此能获得高估期带来的超额报酬，反之，在市场处于低估的情况下，现金并购则更容易被采用。因此，公司在高估情形下的并购是否对应着股票支付，低估情形下是否对应着现金支付，这实际上从逻辑上决定了市场错误定价假说的正确与否。

Shleifer and Vishny(2003)通过构建模型认为当股票市值被高估时，主并方会选择股票的支付方式来进行市场并购活动。根据 Myers and Majluf(1984)的信号传递效应理论，这一举动虽然会向外界传递出股票被高估的信息，致使公司股票价格面临下降的威胁，但他们给出的解释与这一理论却截然不同。他们认为公司采用股票并购方式是公司成长战略的一种选择，而现金方式却不具有这一优势。正是由于这一原因，主并方选择高估的股票来并购那些高估程度略低的企业要比直接投资现金好很多。Rhodes - Kropf，Robinson and Viswanathan (2005)进一步从目标公司经理层的自利因素出发为市场错误定价假说提供了经验证据。此外，Baker and Wurgler (2002)，Megginson，Morgan and Nail(2004)，Dong et al. (2006)以及 Giuli(2008)等也从不同的层面对市场错误定价下公司并购的支付方式选择问题进行了研究，研究结果均支持了前述结论。Dong et al. (2006)的研究更深入地探讨了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场错误定价假说下公司并购的交易结果问题，研究结论表明低估企业被成功并购的概率不大。

4.2.2 研究假设

本章主要通过以下命题来研究市场错误定价下，公司并购的支付方式、交易标的选择以及交易结果等问题：

1. 公司价值高估与并购支付方式的选择

Myers and Majluf(1984)认为在一个信息不完全的世界里，公司的管理层相对于外部投资者而言掌握着更多的私有信息，当公司股票价值处于高估情形下他们就会有强烈的动机进行股票融资；相反，则进行债务融资。Berkovitch and Narayanan(1989)的信息不对称模型则揭示了主并方采用权益方式并购会致使自身价值降低。Hansen(1987)通过构建并购模型认为，主并双方对各自的企业价值都拥有着私有信息，当主并方的企业价值被低估时他们倾向于现金方式的并购；而当价值被高估时他们更喜欢股票并购方式。目标公司的管理层对其公司拥有着更多的私有信息，并且他们期望通过股票并购一方面能提升并购后企业的生产效率，另一方面也渴望股票方式的并购能够给自身带来更高的未来现金流。在这种情况下目标公司会接受主并方被高估的股票，促成并购；相反，采用现金的并购方式则达不到这些目的或效果。Shleifer and Vishny(2003)通过构建模型认为当股票市值被高估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，主并方会选择股票的支付方式来进行市场并购活动。Rhodes - Kropf and Viswanathan(2004)认为在市场处于普遍被高估的情形下，并购浪潮更容易发生，并且并购方式更倾向于股票支付方式。Baker and Wurgler(2002)与 Megginson，Morgan and Nail(2004)的研究发现在市场处于错误估值的情况下，具有较高 Tobin's Q 值的主并方更倾向于采用股票的并购方式。Harford(2005)发现当主并方的管理层知道自身公司股票的错误估值高于目标公司时，他们会更倾向于采用股票的并购方式。此外，Dong et al.(2006)也得出了类似的结论。基于以上分析和研究结论，本章提出假设 4 - 1：

假设 4 - 1：公司的股票越高估，越倾向于股票支付；高估的主并公司和目标公司在并购支付中更倾向于股票支付，而低估的主并公司和目标公司则更倾向于现金支付；实施现金并购的目标公司比实施股票并购的目标公司的高估程度要低。

2. 公司高估情况对交易结果的影响

Dong et al.(2003)利用市值账面比和剩余收入模型价值(residual income model value)与价格的比值两个变量来判定企业价值高估的情况，他们发现无论是现金支付还是股票支付，并购方都是被高估的。而且随着股价被高估的程度提高，并购方利用股票支付的意愿也大大提升。被低估的企业被成功并购的概率不大，而且在公告期获得较高收益的概率也较低。基于以上分析和研究结论，本章提出假设 4 - 2：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设 4－2:公司越高估,实施并购越容易成功;处在高估期的公司实施并购,更容易成功。

4.3 样本选择与数据来源

为了检验市场错误定价假说在中国资本市场的适用性,考察上市公司的并购行为是否受到了股价波动的驱动,本章以 2005 年 1 月至 2010 年 6 月沪深两市上市公司中发生的并购事件为研究对象。

本次并购事件的样本全部来自万德数据库,相应的财务数据与公司治理数据来自于色诺芬数据库的上市公司财务数据库和上市公司公司治理数据库。基于对企业并购的定义与中国企业并购实践特点,为了确保样本数据的可获得性与准确性,在研究中对来自万德资讯资产交易数据库中的并购事件按照以下程序进行筛选:①为了便于并购数据的获取,在样本的选取上将并购事件的主并公司和目标公司的筛选条件都确定为上市公司,剔除主并公司(标的获得方)或目标公司(交易标的)不是上市公司的事件;②剔除主并公司或目标公司不在 A 股上市的事件;③剔除主并公司或目标公司在交易宣告日最近一期资不抵债(净资产账面价值小于 0)的事件;④若主并公司在同一年份内宣告两次或两次以上时,仅保留首次宣告事件;⑤剔除主并公司或目标公司在宣告日之前的股本、股价及财务报表信息不全的事件;⑥由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于在事件记录中存在这样的情况,即主并公司在并购的前一阶段宣告实施并购,在一段时间后才实质性地进入并购活动的进行、完成或者失败阶段,但是,在并购的数据记录上表现为两次或者多次并购记录,对于此类事件,最终只确定一个,所确定的标准以最近的交易结果情况为准。经过上述处理后,最终筛选出 58 起并购事件。

4.4 研究设计

4.4.1 变量选择与定义

由于本章主要从支付方式、交易标的和交易结果的角度进一步研究市场错误定价对上市公司并购活动的影响,因此在被解释变量的选取上主要侧重于假说检验的两个方面:其一,公司高估程度对并购支付方式选择的影响,选择的第一个被解释变量即“支付方式(Payment)”;其二,公司不同的高估程度对并购事件发生影响不一,在市场错误定价对并购驱动的表现上也不同,并购成功的几率也不一样,因此,本章选取“并购结果(Success)”作为第二个被解释变量。本章的解释变量主要包括:

(1)样本公司的价值高估程度(OV_regress、OV_MB):由于在 Ang and Cheng(2006),Antoniou,Guo and Petmezas(2008)等的研究中采用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了剩余估值模型估值和市值账面比对公司的价值高估程度进行衡量，因此，在本章的分析中也选取了剩余估值模型估值（OV_regress）和市值账面比（OV_MB）来衡量样本公司的价值高估程度。

（2）市场高估期（Ovperiod）：在 Antoniou，Guo and Petmezas（2008）的研究中认为并购的发生受主并双方、市场的条件以及股票市场的价格等众多因素的影响，并且认为在市场处于价值高估的情形下，并购的发生概率大为增加。因此，本章将市场高估期作为解释变量，高估期的表述和计算见变量定义和高估期的计算说明表（表 4 – 1）。

（3）主并公司高估程度（OV_acquirer、MB_acquirer）：在并购模式模型中需要用主并公司高估程度作为主解释变量，在 Ang and Cheng（2006），Antoniou，Guo and Petmezas（2008）等的研究中用剩余估值模型估值和市值账面比对公司的价值高估程度进行衡量，因此，在并购模式的模型中也选取了剩余估值模型估值（OV_acquirer）和市值账面比（MB_acquirer）来衡量主并公司的价值高估程度。

（4）目标公司高估程度（OV_target、MB_target）：在并购模式模型中需要用目标公司高估程度作为主解释变量，在 Ang and Cheng（2006），Antoniou，Guo and Petmezas（2008）等的研究中用剩余估值模型估值和市值账面比对公司的价值高估程度进行衡量，因此，在并购模式的模型中也选取了剩余估值模型估值（OV_target）和市值账面比（MB_target）来衡量目标公司的价值高估程度。

（5）主并公司的流动性（Liquidity）：Worthington（2004）研究认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性对并购水平有显著影响，根据 Jensen（1986）的自由现金流假说，拥有大量自由现金流的公司倾向于进行低效率或降低价值的收购活动，因此，本章选用主并公司的流动性作为控制变量来反映事件公司的现金持有水平对并购活动的影响。

（6）杠杆率或债务比率（Lev）：Faccio and Masulis（2005）的研究表明，当主并公司股东能够从银行轻易地取得贷款时（比如有大量的抵押物、低的资产负债率或雄厚的资产规模等），对并购活动的影响显著，因此，本章将杠杆率或债务比率（Lev）作为控制变量。

（7）总资产规模（Size）：Worthington（2004）对澳大利亚的合作存款机构的并购行为动因进行了研究，利用多因素 Logit 模型探讨了合作社的效率得分以及管理、监管和财务方面的因素对企业并购或被并购概率的影响。结果表明，资产规模和质量对并购水平有显著影响，公司的规模越大，越倾向于实施并购。因此，本章将总资产规模（Size）作为控制变量。

（8）主并公司的成长性（Growth）：Giuli（2008）以 1984 –2005 年的 2602 家并购的美国上市公司为研究样本，检验了并购发生的成因。在实证检验中发现，公司的成长性对并购活动影响显著，因此，本章将主并公司的成长性（Growth）作为控制变量。

（9）股权性质（Pattern）：考虑到中国上市公司股权结构的国有和民营特性，不同的企业产权对并购的偏好可能不同，因此，本章将主并公司的股权性质（Pattern）作为控制变量，用来控制公司控制权性质对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购的影响。

(10)股权集中度(Concentrate):Faccio and Masulis(2005)研究了公司控制权收益与并购方式之间的关系,发现股权集中度对并购活动的影响显著,因此,本章将主并公司的股权集中度(Concentrate)作为控制变量。

表 4-1 是本章模型所涉及的主要变量定义:

表 4-1　变量定义

变量符号	含义	计算方法
Payment	支付方式	包括三种:股票、现金与混合方式,0-1 变量,股票支付赋值 0,现金支付赋值 1
Success	并购结果	0-1 变量,并购成功赋值 1,并购失败赋值 0
OV_acquirer	主并公司股票价值高估程度	计算方法同 OV_regress
MB_acquirer	主并公司股票价值高估程度	计算方法同 OV_MB
OV_target	目标公司股票价值高估程度	计算方法同 OV_regress
MB_target	目标公司股票价值高估程度	计算方法同 OV_MB
Ovperiod	高估期间	在事件日所属年份中,若某一年的沪深两市指数收益率高于整个取样期间的平均收益,该年被定义为市场高估期,赋值 1,否则赋值 0
Liquidity	主并公司的流动性	(现金+有价证券-流动负债)/总资产
Growth	主并公司的成长性	并购宣告前一年的营业总收入增长率,等于前一年与前两年营业总收入之商,再取自然对数
Size	总资产规模	主并公司在并购宣告前一年年末总资产,以亿元为单位再取自然对数
Relativesize	主并公司与目标公司的规模差异	主并公司在并购宣告前一年年末的权益市值除以同期目标公司的权益市值,再取自然对数
Lev	杠杆率或债务比率	主并公司在并购前一年年末的资产负债率,等于期末总负债除以总资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

变量符号	含义	计算方法
Pattern	股权性质	主并公司在并购宣告前的实际控制人类别，国有股赋值 0，非国有股赋值 1
Concentrate	股权集中度	取并购宣告日前一年主并公司前十大股东持股比例的平方和，即赫芬达指数（herfindahl_10）
Ind	行业虚拟变量	主并公司在首次宣告日所属行业，按照中国证监会发布的行业分类标准，共 12 个行业虚拟变量
Year	年份虚拟变量	属于某一年份赋值为 1，否则赋值 0

4.4.2 模型设定

本章主要通过以下两个模型来检验公司高估程度对并购支付方式选择和交易结果的影响：

（1）检验股票价值高估与支付方式关系的 Logistic 回归模型：

$$Payment = \alpha_0 + \alpha_1 OV_acquirer + \alpha_2 OV_target + \alpha_3 Ovperiod + \alpha_4 Liquidity + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Pattern + \alpha_9 Concentrate + \varepsilon \qquad (4-1)$$

该模型主要用来检验股票价值高估情况对企业并购中支付方式的影响。在模型（4－1）中，被解释变量 Payment 用来反映公司并购的支付方式，虽然在实际的并购支付中涉及了现金支付、股票支付以及混合支付，但是考虑到模型回归的要求和应用性，在本模型中仅将现金支付和股票支付包括进来。解释变量 OV_acquirer 和 OV_target 分别表示主并公司和目标公司的高估程度，解释变量 Ovperiod 用来衡量并购事件是否处在市场高估期。考虑到公司的流动性（Liquidity）、成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长性(Growth)、规模(Size)、杠杆水平(Lev)、股权性质(Pattern)以及股权集中度(Concentrate)等因素对并购事件会产生一定的影响,因而将这些因素都纳入模型中作为控制变量。

(2)检验股票价值高估与并购是否成功关系的 Logistic 回归模型:

$$Success = \alpha_0 + \alpha_1 OV_acquirer + \alpha_2 OV_target + \alpha_3 Ovperiod + \alpha_4 Liquidity + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Pattern + \alpha_9 Concentrate + \varepsilon \quad (4-2)$$

该模型主要用来检验股票价值高估情况对企业交易结果的影响。在模型(4-2)中,被解释变量 Success 用来反映并购事件的交易结果,在并购事件中,主要从以下三个方面来评价交易结果,即进行中、完成和失败,考虑到模型构建的目的更多的是分析股票价值高估情况对并购事件成功与否的影响,因此,仅将并购成功与失败的交易结果纳入模型的分析样本中。与模型(4-1)相同,解释变量 OV_acquirer 和 OV_target分别表示主并公司和目标公司的高估程度,解释变量 Ovperiod 用来衡量并购事件是否处在市场高估期。考虑到公司的流动性(Liquidity)、成长性(Growth)、规模(Size)、杠杆水平(Lev)、股权性质(Pattern)以及股权集中度(Concentrate)等因素对并购事件会产生一定的影响,因而将这些因素都纳入模型中作为控制变量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.5 实证结果与分析

4.5.1 描述性统计

表 4-2 是从支付方式和交易结果角度对并购事件的进一步描述性统计。统计结果显示，现金支付在并购事件中占据主要地位，其次是股票支付。交易结果数据来看，58 次并购事件成功 39 起，表现出较高的成功率。

表 4-2 并购事件的描述性统计

并购年份	事件起数	并购模式		支付方式			并购成功起数
		协议收购	市场收购	现金支付	股票支付	混合支付及其他	
2005	6	6	0	5	1	0	5
2006	14	13	1	10	1	3	7
2007	15	9	6	11	1	3	13
2008	14	9	5	9	3	2	9
2009	7	7	0	1	4	2	5
2010	2	1	1	0	1	1	0
合计	58	45	13	36	11	11	39

表 4-3 是对支付方式回归模型中解释变量（虚拟变量除外）的描述性统计。从统计结果来看，并购支付模型的检验涉及 47 个样本。该样本数据较最初选定的 58 个样本要少，其主要原因在于为了明确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区分股票支付与现金支付在并购事件中的影响，在进行数据处理时只保留支付方式明确为股票或者现金的支付。从高低估的情况来看，主并公司的剩余估值模型的估值结果和市值账面比的估值结果的中位数和均值都明显大于目标公司，即主并公司的高估程度可能明显高于目标公司。从流动性（Liquidity）的统计结果来看，中位数和均值分别为0.1422和0.1741，处在较好的流动性水平。而公司的杠杆率或债务比率（Lev）比较高，中值和均值均在0.59以上。从股权集中度（Concentrate）的统计结果来看，中值和均值分别处在0.1559和0.1936的水平，表明样本公司的股权集中度并不是很高。

表4－3　支付方式回归模型中解释变量（虚拟变量除外）的描述性统计

变量	最小值	最大值	中值	均值	标准差	样本量
OV_acquirer	-0.0261	0.0582	0.0084	0.0051	0.0183	47
MB_acquirer	-12.2867	7.1503	-0.2370	-0.2258	2.4065	47
OV_target	-0.0359	0.0949	-0.0039	0.0020	0.0259	47
MB_target	-20.6197	337.1132	-0.2308	7.6748	49.5963	47
Lev	0.1874	1.1512	0.5913	0.5964	0.2298	47
Size	1.5219	11.4884	4.3743	5.0894	2.5849	47
Growth	-0.5304	1.8675	0.1791	0.2512	0.3904	47
Liquidity	0.0147	0.8135	0.1422	0.1741	0.1351	47
Concentrate	0.0204	0.6358	0.1559	0.1936	0.1515	47

表4－4是对交易结果回归模型中解释变量（虚拟变量除外）的描述性统计。从统计结果来看，并购支付模型的检验涉及49个样本。该样本数据较最初选定的58个样本要少，其主要原因在于为了研究市场错误定价对交易结果的影响，需要明确交易结果的完成和失败情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况，但是有一些并购事件自宣告后还一直处于进行中的状态，在本次回归中只保留了并购结束的样本，即 49 个样本。从高低估的情况来看，主并公司的剩余估值模型的估值结果和市值账面比的估值结果的中位数和均值都明显大于目标公司，即主并公司的高估程度可能明显高于目标公司。从流动性（Liquidity）的统计结果来看，中位数和均值分别为 0. 1444 和 0. 1769，处在较好的流动性水平。而公司的杠杆率或债务比率（Lev）比较高，中值和均值均在 0. 59 以上。从股权集中度（Concentrate）的统计结果来看，中值和均值分别处在 0. 1588 和 0. 2003 的水平，表明样本公司的股权集中度并不是很高。

表 4 –4　交易结果回归模型中解释变量（虚拟变量除外）的描述性统计

变量	最小值	最大值	中值	均值	标准差	样本量
OV_acquirer	–0. 0261	0. 0582	0. 0084	0. 0054	0. 0181	49
MB_acquirer	–12. 2867	7. 1503	–0. 2370	–0. 2109	2. 3631	49
OV_target	–0. 0568	0. 0949	–0. 0039	0. 0014	0. 0272	49
MB_target	–20. 6197	337. 1132	–0. 2308	7. 3617	48. 5764	49
Lev	0. 1874	1. 1512	0. 5913	0. 5962	0. 2270	49
Size	1. 5219	11. 4884	4. 3856	5. 0792	2. 5316	49
Growth	–0. 5304	1. 8675	0. 2000	0. 2542	0. 3831	49
Liquidity	0. 0147	0. 8135	0. 1444	0. 1769	0. 1344	49
Concentrate	0. 0204	0. 6358	0. 1588	0. 2003	0. 1571	49

4. 5. 2　回归分析

表 4 –5 是对支付方式回归模型中变量间的相关性分析。目标公司的高估程度指标之间高度相关，这表明两种方法计算的公司估值情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况具有一致性，一定程度上保证了估值的准确性。除此之外，只有流动性指标与规模和成长性指标、杠杆率与规模指标等显著相关，其他大部分解释变量与控制变量之间不存在显著的相关关系。从变量间的相关关系和共线性等方面来看，所选变量对回归模型的影响有限。表4-6是对交易结果回归模型中变量间的相关性分析。分析结果表明，目标公司在高估程度的衡量指标上具有较强的相关性，此外，流动性指标与规模和成长性指标、杠杆率与规模指标等存在一定的相关性，其他变量间的相关性并不显著。从变量间的相关关系和共线性等方面来看，所选变量对回归模型的影响有限，实际上，变量的方差膨胀因子（VIF）的计算结果也支持了这一结果，即模型的变量间不存在共线性问题。

表4-5　支付方式回归模型中变量间的相关系数

	OV_acquirer	MB_acquirer	OV_target	MB_target	Liquidity	Lev	Size	Growth	Pattern	Concentrate
OV_acquirer	1									
MB_acquirer	0.0183	1								
OV_target	0.0688	-0.3616**	1							
MB_target	0.4225***	-0.3205**	0.4386***	1						
Liquidity	-0.0141	0.1264	-0.0612	0.0881	1					
Lev	0.1465	-0.2247	-0.2548*	-0.1947	-0.0015	1				
Size	0.2482*	-0.1036	-0.3015**	-0.0624	0.2735*	0.7159***	1			
Growth	0.0877	0.195	0.0091	0.006	0.4813***	0.1474	0.0968	1		
Pattern	-0.1563	0.1133	0.0558	0.0845	0.7320***	-0.113	-0.1364	0.5434***	1	
Concentrate	0.2277	-0.0716	0.3295**	0.0831	-0.0521	-0.138	-0.0995	-0.1174	0.0159	1

注：(1) 变量间相关系数的计算建立在58个公司年份样本数据之上；
(2) 下三角区域为Pearson的两两线性相关系数；
(3) ***、**、*分别表示双尾检验在0.01、0.05和0.1水平上显著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4 -6　交易结果回归模型中变量间的相关系数

	OV_acquirer	MB_acquirer	OV_target	MB_target	Liquidity	Lev	Size	Growth	Pattern	Concentrate
OV_acquirer	1									
MB_acquirer	0.0283	1								
OV_target	0.0898	-0.3153 **	1							
MB_target	0.4156 ***	-0.3201 **	0.4136 ***	1						
Liquidity	-0.0282	0.1191	-0.0557	0.0911	1					
Lev	0.1569	-0.2125	-0.1898	-0.1923	-0.005	1				
Size	0.2416 *	-0.1054	-0.2872 **	-0.0618	0.2743 *	0.7064 ***	1			
Growth	0.0961	0.1993	0.0241	0.0049	0.4700 ***	0.1531	0.0945	1		
Pattern	-0.1276	0.1249	0.0923	0.0803	0.6977 ***	-0.0911	-0.1393	0.5456 ***	1	
Concentrate	0.2585 *	-0.0425	0.3573 **	0.0724	-0.0819	-0.0966	-0.1036	-0.0879	0.074	1

注:(1)变量间相关系数的计算建立在 58 个公司年份样本数据之上;
(2)下三角区域为 Pearson 的两两线性相关系数;
(3) ***、**、* 分别表示双尾检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

表 4 -7 是对高低估期间支付方式的选择检验。主并公司在高估期的高估程度高于低估期(OV)的高估程度,实施股票支付的主并公司比实施现金支付的主并公司在高估期的高估程度要大(OV),不过这一结果在统计上并不显著,在另一估值衡量 MB 中并没有一致的结论。在所有样本的主并公司分析中,主并公司在高估期的高估程度高于低估期(OV)的高估程度,这一结果在 1% 的水平上显著。目标公司在高估期的高估程度高于低估期(OV)的高估程度,实施股票支付的目标公司比实施现金支付的目标公司在高估期的高估程度要大(OV),在另一估值衡量 MB 中也表现出一致的结论,不过这一结果在统计上并不显著。从所有样本的目标公司分析来看,目标公司在高估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的高估程度高于低估期(MB 和 OV)的高估程度,这一结果在 10% 的水平上显著。

表 4－7　高低估期间支付方式的选择检验

Panel A:主并公司

		股票	样本量	现金	样本量	混合	样本量	所有	样本量
高估期	MB	－3.283939	6	0.0426691	22	－2.751603	8	－1.132715	36
	OV	0.0145334	6	0.0086022	22	0.0142078	8	0.0108364	36
低估期	MB	－0.6479694	5	0.8135813	14	0.6482296	3	0.4588628	22
	OV	0.0035797	5	－0.00404	14	－0.001018	3	－0.001896	22
高低期间的 t 检验	MB	－2.6359696 (－1.1619)		－0.770912 (－1.6140)*		－3.399833 (－0.0987)		－1.591578 (－0.7037)	
	OV	0.0109537 (0.7417)		0.0126418 (2.40)***		0.0152262 (1.8415)*		0.0127324 (2.8499)***	

Panel B:目标公司

		股票	样本量	现金	样本量	混合	样本量	所有	样本量
高估期	MB	52.86113	6	1.985634	22	－2.399396	8	9.490432	36
	OV	0.0208829	6	0.0037753	22	0.0024924	8	0.0063415	36
低估期	MB	－0.5239946	5	0.1774666	14	3.55326	3	0.478379	22
	OV	－0.0011359	5	－0.00789	14	0.0126989	3	－0.003548	22
高低期间的 t 检验	MB	53.3851246 (1.6199)*		1.8081674 (0.8479)		－5.952656 (－0.7356)		9.012053 (1.4760)*	
	OV	0.0220188 (1.6459)*		0.0116656 (1.3135)		－0.010207 (－0.4956)		0.0098891 (1.3976)*	

注:括号内的数字表示均值或均值之差是否异于 0 的 t 检验统计值,***、**、* 分别表示单侧检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

表 4－8 是对高低估期间现金支付和股票支付—主并公司和目标公司的比较。从比较的结果来看,高估期间股票支付的主并公司高估程度显著低于现金支付的主并公司,这一结果在 1% 的水平上显著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(MB),不过从 OV 的估值角度来看,则表现出相反的结论,因此,该问题还有待于在回归模型中作进一步检验。在目标公司的估值比较上,MB 和 OV 则表现出了一致的结论,即股票支付的目标公司在高估期的高估程度显著大于现金支付的目标公司。主并公司在低估期间也表现出相似的结论,目标公司在低估期间 MB 和 OV 就表现得不一致,MB 的检验结果在 10% 的水平上显著,OV 的结果不显著。从所有的样本结果来看,股票支付公司的高估程度都显著低于现金支付的公司,这与假设存在较大的差异,不过这一结果只有主并公司在 MB 上显著,主并公司 OV、目标公司 MB、目标公司 OV 的检验结果在统计上都不显著。

表 4-8 高低估期间现金支付和股票支付—主并公司和目标公司的比较

		主并	目标
Panel A:高估期间			
股票—现金 t 检验	MB	-3.9572811 (3.6146)***	61.430786 (-2.0041)*
股票—现金 t 检验	OV	0.0053038 (-0.5989)	0.022554 (-1.5419)*
Panel B:低估期间			
股票—现金 t 检验	MB	-1.4615507 (1.5101)*	-0.7014612 (1.1829)
股票—现金 t 检验	OV	0.0076193 (-0.8189)	0.0067544 (-0.7834)
Panel C:所有			
股票—现金 t 检验	MB	-0.9904377 (1.5328)*	-1.8064526 (0.5593)
股票—现金 t 检验	OV	-0.0001063 (0.013)	-0.0003746 (0.0311)

注:括号内的数字表示均值或均值之差是否异于 0 的 t 检验统计值,***、**、* 分别表示单侧检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4－9是支付方式模型回归结果。本次模型涉及的样本量为47个。从整体回归效果来看，五个模型都较好。从五个模型的高估指标回归结果来看，回归系数均显著为负，表明公司越高估，越倾向于在并购中进行股票支付，这较好地验证了假设4－1：公司的股票越高估，越倾向于股票支付。高估期 Ovperiod 在模型中的回归系数也均显著大于零，这表明，高估期的并购更倾向于现金支付，该结果与假设并不相符，不过从高估单独的回归结果来看，该结论并不显著。公司的杠杆率或债务比率（Lev）在回归结果上显著为负，表明公司的杠杆率或债务比率越高，公司越倾向于实施股票支付，这一结果显示资产负债率越高的公司越倾向于股票支付。公司规模（Size）的回归系数在所有模型中均显著大于零，这表明，公司规模越大越倾向于实施现金支付，这一结果显示大公司相对于小公司而言更倾向于采用现金并购方式。公司的成长性的回归系数在所有模型中均显著大于零，这表明公司的成长性越好，越倾向于实施现金支付的并购。企业性质（Pattern）的回归系数只在模型三和模型六中的回归结果显著，但是符号相左。公司流动性（Liquidity）回归的系数都不显著，尚不能从流动性的角度判别对公司并购支付方式的影响。从股权集中度的回归结果来看，回归系数显著为正，表明股权集中度越高，越倾向于实施现金支付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-9 支付方式模型回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六
OV_acquirer	-86.270 * (-1.92)			-139.625 ** (-2.46)	-82.407 * (-1.75)	
OV_target	-51.142 * (-1.79)			-74.612 ** (-2.28)	-59.668 ** (-2.02)	
MB_acquirer		11.717 *** (2.80)				105.520 * (1.75)
MB_target		0.138 ** (2.37)				1.018 * (1.79)
Ovperiod			0.109 (0.13)	3.0334 ** (2.04)	3.015 * (1.66)	58.657 (1.54)
Lev	-18.266 ** (-2.23)	-46.376 * (-3.13)	-9.292 * (-1.95)	-23.778 ** (-2.50)	-16.180 *** (-2.67)	-680.278 * (-1.67)
Size	1.055 ** (2.24)	2.576 *** (3.04)	0.525 * (2.01)	1.214 ** (2.24)	0.544 (1.48)	39.697 * (1.65)
Growth	7.714 ** (2.16)	8.629 * (1.77)	4.100 ** (2.15)	10.822 * (1.89)	9.623 * (1.76)	26.894 ** (2.25)
Pattern	1.093 (1.16)	-1.957 (-1.33)	0.321 * (0.44)	0.3516 (0.35)		-46.354 * (-1.66)
Concentrate	14.708 * (-1.92)	21.911 ** (2.22)	2.240 (0.62)	17.422 (1.49)		259.618 * (1.69)
Liquidity	0.071 (0.01)	2.355 (0.22)	3.031 (0.44)	-3.769 (-0.48)	-1.095 (-0.15)	176.483 (1.61)
Constant	4.226 * (1.65)	17.785 *** (3.36)	2.683 * (1.84)	5.642 ** (2.08)	6.294 ** (2.29)	207.100 * (1.71)
Chi2	26.64 ***	39.77 ***	17.12	12.25	26.93 ***	41.66 ***
Pseudo R^2	0.5209	0.7776	0.3348	0.5807	0.5265	0.8146
N	47	47	47	47	47	47

注：(1) Logit 回归模型为：

$$Payment = \alpha_0 + \alpha_1 OV_acquirer + \alpha_2 OV_target + \alpha_3 Ovperiod + \alpha_4 Liquidity + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Pattern + \alpha_9 Concentrate + \varepsilon \quad (4-1)$$

(2) ***、**、* 分别表示统计检验在 0.01、0.05 和 0.10 水平上显著；

(3) 括号内的数字是按照 White (1980) 调整异方差后的 z 统计值，在回归命令后加 robust；

(4) 为了检验变量之间是否存在多重共线性问题，对各模型回归之后还计算了各变量的方差膨胀因子 (VIF)，其值均小于 2，表明不存在多重共线性，限于篇幅，表中未披露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表4－10是交易结果模型的回归结果。本次模型涉及的样本量为49个。从整体回归效果来看，五个模型都较好。从模型的高估指标回归结果来看，OV_acquirer和OV_target的回归系数在模型一中分别为286.205和78.613，分别在10%和5%的水平上显著；OV_acquirer和OV_object的回归系数在模型四中的回归结果分别为287.833和78.687，在10%和5%的水平上显著。从模型一和模型四中OV_acquirer和OV_object的回归系数来看，均显著为正，表明公司越高估，并购的成功几率越大。在模型二和模型五中，MB_acquirer的回归结果虽然均为负值，即－0.247和－0.187，但是回归结果并不显著。总体而言，上述回归结果较好地验证了假设4－2：公司越高估，实施并购越容易成功。除此之外，公司的成长性Growth的回归系数显著为正，表明公司的成长性越好，并购的成功几率越大。

表4－10 交易结果模型回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
OV_acquirer	286.205 * (1.78)			287.833 * (1.74)	
OV_target	78.613 ** (2.03)			78.687 ** (1.98)	
MB_acquirer		－0.247 (－0.94)			－0.187 (－0.71)
MB_target		0.687 (1.25)			0.625 (1.31)
Ovperiod			0.678 (0.91)	－0.126 (－0.16)	0.632 (0.75)
Lev	1.601 (0.26)	2.343 (0.88)	－0.703 (－0.29)	1.627 (0.26)	2.548 (0.88)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五
Size	-0.621 (-0.64)	0.081 (0.32)	0.152 (0.64)	-0.624 (-0.63)	0.050 (0.19)
Growth	13.741 (1.02)	3.360 *** (2.78)	3.766 *** (3.20)	13.935 (1.00)	3.221 *** (2.65)
Pattern	-2.556 (-1.47)	0.441 (0.43)	0.965 (1.00)	-2.527 (-1.47)	0.43577 (0.42)
Concentrate	3.303 (0.45)	6.064 ** (1.96)	5.486 * (1.87)	3.617 (0.51)	5.489 * (1.85)
Liquidity	-1.545 (-0.27)	-4.395 (-0.93)	-5.742 (-1.56)	-1.562 (-0.28)	-4.587 (-0.88)
Constant	2.736 (1.25)	-1.943 (-1.23)	-0.849 (-0.59)	2.719 (1.24)	-2.071 (-1.24)
Chi2	38.27 ***	18.08	12.39 *	38.28 ***	18.65 **
Pseudo R^2	0.6528	0.3083	0.2113	0.6529	0.3182
N	49	49	49	49	49

注：(1) Logit 回归模型为：

$$Success = \alpha_0 + \alpha_1 OV_acquirer + \alpha_2 OV_target + \alpha_3 Operiod + \alpha_4 Liquidity + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Size + \alpha_7 Lev + \alpha_8 Pattern + \alpha_9 Concentrate + \varepsilon \quad (4-2)$$

(2) ***、**、* 分别表示统计检验在 0.01、0.05 和 0.10 水平上显著；

(3) 括号内的数字是按照 White (1980) 调整异方差后的 z 统计值，在回归命令后加 robust；

(4) 为了检验变量之间是否存在多重共线性问题，对各模型回归之后还计算了各变量的方差膨胀因子 (VIF)，其值均小于 2，表明不存在多重共线性，限于篇幅，表中未披露。

4.6　本章小结

本章选取 2005 年 1 月至 2010 年 6 月在中国上市公司中发生的并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购事件为研究对象，检验市场错误定价假说在中国资本市场的适用性，从并购的支付方式和交易结果角度分析在中国资本市场中上市公司的并购行为是否受到股价波动的驱动。研究结果表明：

(1)公司的股票越高估，越倾向于股票支付。

(2)资产负债率越高的公司越倾向于股票支付。

(3)高成长的公司相对于低成长的公司而言更倾向于现金的并购方式。

(4)大公司相对于小公司而言更倾向于采用现金并购方式。

(5)公司的流动性越好、现金越充足，越倾向于现金支付。

(6)股权集中度越高越倾向于现金支付。

(7)公司越高估，实施并购越容易成功。此外，公司的成长性越好，并购的成功几率越大。

从上述实证结果来看，本章结果与上一章的结论结合在一起，可以较好地验证市场错误定价假说。上一章的研究结果表明公司价值高估使得公司产生并购动因，处在市场高估期的公司这种并购动因在公司中产生得更为普遍。本章承接前期研究结论，从支付方式和交易结果的角度也给出了支持市场错误定价假说的相应证据，即公司的股票越高估，越倾向于股票支付；公司的股票越高估，实施并购越容易成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 股票市场错误定价与企业并购的财富效应

5.1 引言

企业并购的财富效应也称并购的经济后果，通常是指并购宣告前后市场对股票重新估值或者并购完成后公司经营业绩发生变化所引起的股东财富的变化。相应地，已有文献往往从两个方面来衡量并购的财富效应，即市场绩效与财务绩效。

有关企业并购的市场绩效研究通常利用事件研究法，侧重于考察并购双方的短期市场反应。从现有文献可归纳出两个较为一致的发现：一是并购双方在并购宣告日附近通常能获得显著为正的超额收益，随着事件窗口期的延长，正向超额收益逐渐消失甚至立即转变方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向(Vermaelen,1981;Jensen and Ruback,1983;Schwert,1996;陈信元和张田余,1999;杨朝军等,2000;李善民和陈玉罡,2002);二是目标公司股东在并购宣告日附近所获取的超额收益通常高于主并公司(Dodd,1980;Jensen and Ruback,1983;Jarrell,Brickley and Netter,1988;Schwert,1996;Loughrant and Vijh,1997;Kim,1988;余光和杨荣,2000;Bruner,2002;张新,2003)。

对于并购宣告日附近为何会出现正的财富效应,目前国内外学术界提供了两种基本的理论解释,即协同效应(synergistic effect)假说与行为金融框架下的投资者过度乐观(over-optimistic)假说。按照协同效应理论的观点,并购双方的管理层都是为实现股东财富最大化而努力,主并公司的管理层之所以愿意发动并购,主要是出于并购双方在经营业务、技术开发、管理经验、销售渠道等方面可形成优势互补;而目标公司的管理层之所以愿意接受并购,很可能是主并公司提供的对价较为优厚,或者是目标公司在当前市场竞争环境下继续经营难以维系。投资者过度乐观假说属于行为金融理论研究的范畴,国外文献通常将投资者过度乐观与市场气候联系在一起。在并购(产权交易)市场上,如果证券市场处于过"热"时期,那么并购活动的发生将变得更为频繁,相应地,并购宣告日附近出现的累计超额收益也将更高(Nelson,1959)。更进一步地,不少实证文献的研究结果与资本市场的发展历程已经证明,在过"热"的市场环境下,投资者对市场预期往往显得过度乐观。早期的国外文献已经证实了首次公开发行(IPO)上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易首日、配股融资宣告日附近均出现了过高的超额收益现象，并将其归因于投资者的过度乐观信念（Loughran and Ritter，1995；Helwege and Liang，1996；Ljungqvist，2002）。

在目前中国制度背景下，由于股票交易不适用“做空”机制，如果投资者对于同一只股票的价值判断存在分歧，那么股票价格通常表现为其中一方的预期。当乐观投资者占主导地位时，股票价值将被持续高估，整个股市将处在极度繁荣的状态，即处于市场高估期；相反，当悲观投资者占主导地位时，大多数股票价值将被低估，整个股市将出现萧条状态，即处于市场低估期，以上两种情形即所谓的“齐涨共跌”现象。本书的第三章已经证实，在市场高估期间，并购活动的发生更为频繁，公司股票价值越是被高估，则其成为主并公司的可能性越大。基于此，本章试图从市场气候角度出发，着重研究股票市场错误定价与并购的经济后果之间的关系。

企业并购的财务绩效也是学者们广泛关注的问题，国内外现有相关文献通常选取反映企业盈利能力（ROA、ROE、EPS）或偿债能力的指标对其进行研究，研究结论存在较大差异。然而，多数文献仅从并购的支付方式、并购类型等方面进行单因素分析，对于并购完成之后出现的经营业绩好转或者恶化缺乏一个系统的理论解释。为此，本书试图从市场错误定价假说出发对有关实证结果进行分析。

本章剩余部分的结构安排如下：第二部分为企业并购的短期财富效应研究，包括研究假说的提出、变量的定义与计量、实证模型的构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建、短期市场反应的描述性统计与回归结果及解释；第三部分为企业并购的长期财富效应研究，包括样本数据筛选、变量定义、实证结果及分析；第四部分为本章小结，包括本章结论与讨论。

5.2 企业并购的短期财富效应

企业并购的短期财富效应主要通过市场绩效来衡量，本部分着重探讨并购双方在宣告日附近的短期市场反应。由于部分目标公司在并购完成后即丧失法人资格，因而无法考察此类公司股票的长期市场反应与长期经营业绩的变化[①]；与此同时，考虑到衡量市场绩效与财务绩效需要使样本量尽量保持一致，因此，本章的实证检验主要围绕主并公司展开，变量选取与模型设计均建立在主并公司数据可获得的基础之上。本部分首先从现有的文献结论与中国的制度背景出发，提出研究假说，然后选取代理变量，并对其进行定义和计量，在此基础上构建实证模型，并对回归结果进行相应的解释。

① 在本书第三章和第四章纳入实证检验数据来源的58起并购事件中，有10起事件属于吸收合并，其中有5起并购已经完成，4起并购处于进行状态，还有1起失败；此外，有3家目标公司在不同年份上涉及不同并购事件。因此，与主并公司相比，目标公司样本量受到了一定限制，故本书暂不对其数据进行回归检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.2.1 研究假设

Nelson(1959)从美国的宏观经济环境与证券市场气候入手,认为当证券市场处于过“热”阶段时,企业之间的并购活动将会更加频繁地发生,相应地,并购双方在并购宣告日附近将获得更高的累计超额收益。可见,企业并购的短期市场业绩与并购宣告日前所处的市场环境存在正相关关系。当并购宣告日前的股票市场处于上升阶段时,大多数投资者将对企业并购保持乐观态度,企业并购更有可能被解读为主并公司意在提高市场占有率或者与目标公司优势互补,实施并购将产生协同效应,此时他们将主动认购此类公司的股票,进而导致股价在宣告日前后出现大幅上涨。相反,当股票市场处于下跌阶段时,投资者更有可能对企业并购持悲观态度,他们可能将并购活动解读为财富在主并公司股东和目标公司之间的转移,实施并购只是对经济利益进行了重新分配,并未导致双方总体财富的增加,此时他们认购股票的积极性将受到一定抑制,进而降低了股价在宣告日前后的上涨幅度,甚至出现异常下跌情形。国内学者孙健(2009)从投资者情绪视角出发研究控制权转移中的市场反应,该文考察了控制权转移前 12 个月内的市场收益率与主并公司的短期市场业绩之间的关系,结果发现二者显著正相关,换言之,控制权转移之前的市场高估程度对主并公司股东财富的变化具有正向促进作用。基于此,本章提出假设 5－1:

假设 5－1:若主并公司在股票市场高估期间宣布并购,其股东财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富在并购宣告日前后将会增加;若主并公司在股票市场低估期间宣布并购,其股东财富在并购宣告日前后将会减少。

在有关并购经济后果的原因研究中,支付方式已然成了学者们关注的焦点。部分文献的研究结果发现,与股票支付相比,采用现金支付能使主并公司的股东获得更高的收益。对该现象的解释建立在“自由现金流假说”的基础之上(Jensen and Meckling,1976;Jensen,1986),采用现金支付可降低主并公司管理层可支配的自由现金流量,从而减少诸如在职消费、过度投资等产生的代理成本,进而有利于改善公司业绩(Ghosh and Jain,2000;Martynova and Renneboog,2006)。与之相对的是,Slovin,Sushka and Polonchek(2005)发现与现金支付方式相比,股权支付方式能给并购双方带来更多收益。具体来说,采用股权支付方式能使主并公司股东所获得的收益高于目标公司股东,股权互换所带来的联合财富收益(combined wealth gains)也明显高于现金交易,因此该文认为股权支付方式对于主并方是有利的。

事实上,对于主并公司的股东而言,股票支付与现金支付方式没有绝对的好坏之分,关键在于主并公司的股票是否被高估。如果主并公司的股票价值在并购宣告前处于高估状态,那么采用股票支付可及时转移股价波动带来的投资风险,同时,溢价部分充当支付对价将意味着更少的现金流出企业,这在一定程度上缓解了实施并购可能产生的融资压力。相反,如果主并公司在其股票价值被高估时采用现金支付方式,那么市场错误定价所带来的资本利得短期内将无法实现,一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旦市场环境发生变化，或者投资者修正了其对股票价值的预期，那么采用现金支付将意味着更高的机会成本。因此，本章从主并公司股东角度提出假设 5-2：

假设 5-2：主并公司的股票价值在并购宣告前越是被高估，采用现金支付越不利于维护投资者的利益，并购宣告的市场反应越消极；若现金支付能力不受限制，主并公司的股票价值在并购宣告前越是被低估，采用现金支付越有利于维护投资者的利益，并购宣告的市场反应越积极。

5.2.2　样本选取

本章的实证部分所需样本数据建立在第三章的基础之上，在初步选出的 58 起并购案件中，剔除同一家公司在一年内对两家或两家以上公司发动并购的事件 3 起，剔除事件日前上市时间过短、股票收益数据与前一年财务数据缺失的事件 1 起，最终筛选出了 54 起符合要求的事件。

实证模型中涉及的来自企业财务报表的数据与第三章保持一致，计算超额收益与累计超额收益所需数据来自色诺芬数据库，包括个股日收益率（考虑现金红利再投资）、上证 A 股综合指数日收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.2.3 短期市场反应中累计超额收益(CAR)的计算

1. 事件日的定义

在国内现有相关文献中,有关企业并购事件日的定义可谓五花八门,包括正式公告日(张维、邹高峰,2004)、首次公告日(姚燕,2006;孙健,2008、2009)、交易完成日期(朱红军、汪辉,2005)。国外相关事件研究通常选取并购宣告日作为事件日(Vermaelen,1981;Jarrell,Brickley and Netter,1988;Schwert,1996),甚至还有学者建议采用谣言开始日(rumous date)作为事件日,因为很多不太规范的资本市场都存在信息泄露问题,在并购交易正式宣告之前,市场往往提前反应,这与国内实证文献提供的经验证据大致相符。事实上,并购双方在首次公告日就已将并购事件相关的信息公之于众,包括企业财务状况、收购的资产特征等,因此,本书在定义事件日时以首次公告日为基准。对于那些在首次宣告日停牌的公司,我们将首次公告日复牌后的首个交易日作为事件日。

2. 事件窗口的选取

国内外现有文献对事件窗口的选取标准不一,国外文献选取的窗口期通常较长,一般包括了事件日前的 30 - 60 个交易日以及事件日后的 30 - 60 个交易日(Vermaelen,1981;Heron and Lie,2007)。比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，国内文献选取的窗口期通常较短，大致包括宣告日前 10 个交易日到宣告日后的 10 个交易日；然而，国内学者孙健（2008，2009）均发现，在首次宣告日前 30 个交易日左右，累计超额收益开始显著上升，而且包含事件日前 30 个交易日在内的 CAR 作为被解释变量时，回归结果非常显著。

在本书中，我们先将窗口期设为事件日前 30 个交易日至事件日后的 30 个交易日，即（-30，30），以便考察信息是否提前泄露以及并购事件对于主并公司与目标公司的联合财富效应。在此基础上最后选取了以下四个事件窗口计算相应的 CAR 值：（-15，0）、（-10，0）、（-5，1）、（0，1）。

3. CAR 的计算

在 CAR 的计算中最关键的是如何计算超额收益（abnormal return，AR），常见的方法有市场调整法、市场模型法，总的来说，采用市场调整法的文献数量居多。国内学者徐莉萍、陈工孟和辛宇（2005），孙健（2009）等在研究控制权转移的短期市场反应时同时采用了市场调整法与市场模型法，结果发现基于两种不同方法得出的结论相一致。此外，市场模型法对估计的窗口期要求比较严格，一方面要求在事件日前一年左右有足够的交易日数据，另一方面，用于估计参数的这段期间不能包含类似并购、重组等影响公司基本面的重大资本运作事件，因此，本书采用市场调整法计算 AR，然后采用以下两种思路计算累计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超额收益。

（1）基于样本总体的累计平均超额收益（CAAR）

为了分别考察并购活动对主并公司股东、目标公司股东各自的短期财富及其联合财富的影响，本书将主并公司和目标公司分为两个子样本，将每一个子样本视为一个总体，分别计算各自的累计平均超额收益（CAAR），计算过程如下：

首先，计算单只股票在窗口期内各交易日上的超额收益 AR，计算公式如下：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{index,t} \quad (5-1)$$

其中，$R_{i,t}$ 表示股票 i 在第 t 个交易日上考虑现金红利再投资的日收益率，$R_{index,t}$ 表示考虑现金红利再投资的上证 A 股综合指数日收益率。

然后，计算各子样本在窗口期内各交易日上的平均超额收益（AAR），计算公式为：

$$AAR_t = \frac{1}{N}\sum(R_{i,t} - R_{index,t}) \quad (5-2)$$

最后，计算各事件窗口期内的累计平均超额收益率（CAAR），计算公式如下：

$$CAAR_{(t_1 \sim t_2)} = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t \quad (5-3)$$

（2）基于个股的累计平均超额收益

为了实证检验并购宣告的财富效应的影响因素，本书考察了基于个股的累计平均超额收益，其计算过程分为以下两步：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先,对每一只股票的 AR 在事件窗口期内求和,得出基于个股的 CAR,计算公式为:

$$CAR_{(t_1 \sim t_2)} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{i,t} \tag{5-4}$$

然后,在特定的事件窗口(t_1,t_2)内,对来自同一子样本的股票的 CAR 求平均即可得出 CAAR,计算公式如下:

$$CAAR_{(t_1,t_2)} = \frac{1}{N} \sum CAR_{i,t_1 \sim t_2} \tag{5-5}$$

从计算过程不难理解,虽然两种计算思路的出发点不同,但是计算结果却是相等的。更一般地,对于一个由 N 只股票构成的样本总体,在包含 T 个交易日的事件窗口期(t_1,t_2)上,两种不同思路下的累计平均超额收益(CAAR)的计算公式可统一如下:

$$\begin{aligned} CAAR &= \sum_{t_1}^{t_2} \sum_{i=1}^{N} \frac{1}{N}(R_{i,t} - R_{index,t}) \\ &= \frac{1}{N} \sum_{t_1}^{t_2} \sum_{i=1}^{N} (R_{i,t} - R_{index,t}) \\ &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} \sum_{t_1}^{t_2} (R_{i,t} - R_{index,t}) \end{aligned}$$

5.2.4 变量定义

在构建本章的实证模型之前,首先对主要解释变量与控制变量的选取及其定义进行逐一说明。

本章研究股票市场错误定价与企业并购的财富效应,选取了与第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三章及第四章相同的两类衡量市场错误定价的指标，一是反映市场整体错误定价的高估期间（Ovperiod），使用并购宣告日所在年份的月度平均指数收益率为评判标准，若当年指数收益率在整个取样期间高于中位数，则该年份定义为高估期间，赋值1；否则定义为低估期间，赋值0。二是反映个股错误定价的价值高估程度（over - valuation）指标，包括基于剩余收益估值模型得出的价值高估指标与相对估值法下基于市值账面比（MB）得出的价值高估指标，两类估值方法的原理及其计量过程在第三章已经详细介绍，此处不再赘述。

与研究假设5-2相对应的是，本书设计了支付方式与个股价值高估程度的交叉项（OV * Payment）。

此外，考虑到其他因素对并购的短期财富效应可能造成的影响，本书还选取了以下控制变量：

（1）支付方式（Payment），在国内外现有关于企业并购经济后果的研究文献中，不管是采用单因素分析还是多元线性回归模型，多数情况下都涉及对支付方式的考察。徐莉萍、陈工孟和辛宇（2005）在其研究中发现，支付方式不仅影响宣告日前后的短期财富效应，而且还对并购完成后的长期经营业绩具有显著影响。刘笑萍、黄晓薇和郭红玉（2009）采用多变量线性回归方法检验支付方式对并购绩效的影响，结果发现，非现金支付比现金支付能获得更高的短期超额收益。本章将支付方式分为两大类：股票支付与非股票支付，其中股票支付是指以股票支付为主，涉及少量现金补价的也属于股票支付方式，赋值1；非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票支付包括现金支付、资产置换、以股抵债等方式,赋值 0。

(2)公司规模(Size),按照 Fama and French(1992,1993)所构建的投资组合得出的结果表明,在控制了其他因素的条件下,小规模公司的组合收益率通常高于大规模公司的组合收益率。Baker and Wurgler(2007)在其研究中指出,小规模公司更容易受投资者情绪的影响。基于此,主并公司在发动并购之前的规模可能与并购的短期财富效应有关。为了与第三、第四章保持一致,本书将规模变量定义为主并公司在事件日前一期的总资产(以亿元为单位),并对其取自然对数。

(3)流动性(Liquidity),主并公司在并购之前现金流量与其短期偿债能力直接相关,而且还对并购宣告日后的筹资与投资计划紧密相关,从而影响着投资者对公司股票价值的估计。Martynova,Oosting and Renneboog(2006)在控制了行业因素后发现,主并公司在并购前的现金储备与并购绩效存在负相关关系。流动性的定义见本书第三章。

(4)成长性(Growth),按照股票估值原理,成长性是决定公司内在价值的一个重要因素。Rau and Vermalen(1995)对银行企业的并购进行研究,结果发现,并购之前成长能力较强的主并公司能获得较高的累计超额收益。本书使用营业(总)收入的增长率来衡量主并公司的成长性。

(5)股权性质(Pattern),为了考察国有企业与非国有企业在并购的短期市场反应中是否存在差异,本书选取股权性质作为控制变量,若最终控制人类别为国有股,赋值 1;否则赋值 0。

(6)盈利能力(ROA),企业在并购前的盈利能力在一定程度上将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响潜在投资者对公司价值的判断,从而可能会对并购宣告前后的股票价格波动造成一定影响。

(7)并购类型(Type),国内外不少学者认为并购类型是影响并购市场绩效的一个重要因素,而且投资者也会对不同的并购类型产生不同的反应(李青原、王永海,2005;Miyajima and Hideaki,2007)。因此,本书设置了并购类型控制变量(Type),若主并公司与目标公司来自同一行业,该变量赋值1;若双方来自不同行业,那么跨行业并购对于主并公司而言将形成多元化投资,该变量赋值0。

除了第三章和第四章涉及的变量外,本章新增变量的定义如表5-1所示:

表5-1 变量定义

变量符号	经济含义	计量方法
OV * Payment	价值高估程度与支付方式的交叉项	回归估值法下股票价值高估程度与支付方式的乘积
MB * Payment	价值高估程度与支付方式的交叉项	相对估值法下股票价值高估程度与支付方式的乘积
ROA	盈利能力	期末净利润除以平均净资产
Type	并购类型,分为同行业并购与多元化并购	主并公司与目标公司来自同一行业,赋值1,否则赋值0

5.2.5 模型设计

基于第三章设计的两种衡量股票价值高估程度的指标,本书设计了以下两个模型用于检验资本市场错误定价与并购的短期财富效应之间的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 Overiod + \alpha_2 Payment + \alpha_3 OV * Payment + \alpha_4 Size + \alpha_5 Liquidity + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Pattern + \alpha_8 ROA + \alpha_9 Type + \varepsilon \quad (5-6)$$

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 Overiod + \alpha_2 Payment + \alpha_3 MB * Payment + \alpha_4 Size + \alpha_5 Liquidity + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Pattern + \alpha_8 ROA + \alpha_9 Type + \varepsilon \quad (5-7)$$

5.2.6　实证结果及分析

本部分报告的实证结果包括短期市场反应的累计超额收益和CAR 模型回归结果。

1. 并购双方的短期市场反应

国内外不少文献在研究企业并购的短期财富效应时总是同时考察主并公司与目标公司的短期市场反应，据此考察并购宣告对主并公司股东和目标公司股东财富的影响。

本部分将分别考察事件宣告日前后主并公司与目标公司各自的股价表现，继而分析同一事件对不同公司的股价表现的影响是否存在差异以及发动并购是否增加了现有股东的财富。

表 5－2 为并购宣告日前后主并公司与目标公司的日均超额收益（AAR）与累计平均超额收益（CAAR）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-2 主并公司与目标公司的日均超额收益(AAR)与累计平均超额收益(CAAR)

date	主并公司		目标公司		Dif_AAR
	AAR_acquirer	CAAR_acquirer	AAR_target	CAAR_target	
-30	0.0026	0.0026	0.0017	0.0017	0.0009
-29	-0.0002	0.0024	0.0016	0.0033	-0.0018
-28	0.0071	0.0095	0.0004	0.0037	0.0067
-27	0.0001	0.0096	-0.0004	0.0033	0.0005
-26	-0.0053	0.0043	-0.0011	0.0023	-0.0043
-25	-0.0021	0.0022	-0.0041	-0.0018	0.0020
-24	0.0008	0.0030	0.0039	0.0020	-0.0030
-23	0.0065	0.0096	-0.0045	-0.0025	0.0111
-22	0.0026	0.0121	0.0007	-0.0018	0.0019
-21	0.0050	0.0172	0.0065	0.0047	-0.0015
-20	-0.0019	0.0153	0.0055	0.0102	-0.0073
-19	0.0058	0.0211	0.0026	0.0128	0.0032
-18	0.0034	0.0245	0.0064	0.0192	-0.0030
-17	-0.0015	0.0230	0.0008	0.0200	-0.0023
-16	-0.0057	0.0173	-0.0043	0.0158	-0.0014
-15	0.0011	0.0184	-0.0001	0.0157	0.0012
-14	0.0005	0.0189	-0.0032	0.0125	0.0037
-13	0.0004	0.0193	-0.0025	0.0100	0.0029
-12	-0.0015	0.0178	0.0112	0.0212	-0.0128
-11	0.0047	0.0225	0.0005	0.0217	0.0042
-10	0.0029	0.0254	0.0018	0.0235	0.0011
-9	-0.0002	0.0252	0.0139	0.0374	-0.0141
-8	-0.0007	0.0245	0.0024	0.0398	-0.0031
-7	-0.0024	0.0222	-0.0015	0.0383	-0.0008
-6	-0.0034	0.0188	0.0661	0.1044	-0.0695
-5	0.0009	0.0197	0.0030	0.1074	-0.0021
-4	0.0006	0.0203	0.0042	0.1116	-0.0036
-3	0.0054	0.0256	0.0067	0.1183	-0.0013
-2	0.0042	0.0299	0.0089	0.1272	-0.0047
-1	0.0091	0.0389	0.0045	0.1317	0.0046
0	0.0151	0.0540	0.0760	0.2076	-0.0609
1	0.0065	0.0605	0.0148	0.2225	-0.0084

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

date	主并公司		目标公司		Dif_AAR
	AAR_acquirer	CAAR_acquirer	AAR_target	CAAR_target	
2	-0.0067	0.0538	-0.0021	0.2204	-0.0046
3	-0.0007	0.0530	-0.0003	0.2201	-0.0004
4	-0.0021	0.0509	0.0042	0.2243	-0.0063
5	-0.0070	0.0440	0.0638	0.2881	-0.0708
6	0.0064	0.0504	-0.0018	0.2864	0.0082
7	0.0039	0.0543	-0.0037	0.2827	0.0075
8	-0.0061	0.0482	0.0045	0.2872	-0.0106
9	-0.0010	0.0472	0.0249	0.3121	-0.0259
10	0.0010	0.0482	0.0011	0.3132	-0.0001
11	-0.0015	0.0468	0.0000	0.3132	-0.0015
12	-0.0033	0.0434	-0.0015	0.3117	-0.0018
13	0.0062	0.0496	0.0056	0.3172	0.0006
14	0.0116	0.0612	0.0003	0.3175	0.0113
15	0.0000	0.0612	0.0024	0.3199	-0.0024
16	-0.0017	0.0595	-0.0016	0.3183	-0.0001
17	0.0040	0.0635	0.0050	0.3233	-0.0010
18	0.0006	0.0641	-0.0021	0.3212	0.0027
19	0.0015	0.0656	0.0054	0.3266	-0.0039
20	0.0028	0.0684	0.0022	0.3287	0.0007
21	0.0072	0.0756	-0.0036	0.3251	0.0108
22	0.0032	0.0788	-0.0038	0.3213	0.0070
23	0.0006	0.0795	-0.0060	0.3153	0.0066
24	-0.0027	0.0767	0.0033	0.3186	-0.0060
25	-0.0018	0.0749	-0.0011	0.3175	-0.0007
26	0.0066	0.0816	-0.0025	0.3150	0.0092
27	0.0033	0.0849	0.0023	0.3172	0.0011
28	-0.0006	0.0842	-0.0011	0.3162	0.0005
29	-0.0029	0.0813	-0.0039	0.3123	0.0009
30	0.0020	0.0833	0.0023	0.3146	-0.0003
均值 (t)	0.0014 *** (2.45)		0.0052 *** 2.60)		-0.0038 ** (-1.87)

注：(1)表 5-2 第 2 列与第 4 列数字代表日均超额收益(AAR)，第 3 列与第 5 列代表从事件日前第 30 个交易日开始计算的累计平均超额收益(CAAR)；

(2)最后两行分别代表相应列的均值及均值之差是否异于 0 的 t 检验统计值，***、**、* 分别表示单侧检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 5－2 的统计结果不难看出，总体而言，主并公司与目标公司作为两个子样本在整个窗口期（－30，30）的累计超额收益分别为 8.33% 和 31.46%，单个交易日的平均超额收益分别为 0.14% 和 0.52%，并且都在 0.01 水平上显著。该结果初步表明并购宣告事件同时增加了目标公司和主并公司的股东财富，换而言之，企业并购不但没有降低资源利用率，反而提高了并购双方股东的收益率，可见并购宣告具有正向“联合财富效应”，该结果与 Jensen and Rucback（1983）的结论大体一致。

具体来说，并购宣告给目标公司股东创造的财富明显大于主并公司，从事件日前第 9 个交易日开始，目标公司的累计平均超额收益一直高于主并公司，在整个窗口期（－30，30）内，目标公司的 CAAR 比主并公司高出 23.13%，单个交易日的平均超额收益高出 0.38%，且在 0.05 水平上显著。该结果与国内外相关文献的结论高度一致（Dodd，1980；Jensen and Ruback，1983；Jarrell，Brickley and Netter，1988；Schwert，1996；Loughrant and Vijh，1997；Kim，1988；余光和杨荣，2000；Bruner，2002；张新，2003）。同时，从单个交易日的平均超额收益来看，主并公司股票自事件日前第 5 个交易日开始，连续 7 个交易日的表现优于大盘；类似地，目标公司自事件日前第 6 个交易日开始，连续 8 个交易日的超额收益为正；特别地，并购双方在事件日当天的表现明显优于大盘，而目标公司更是戏剧性地高达 7.6%。此外，主并公司自事件日前第 30 个交易日开始，累计超额收益一直大于 0。以上结果说明，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购宣告之前很可能存在信息泄露，导致股票市场提前反应。

为了更清晰、直观地看出并购双方在事件日前后的累计超额收益变化趋势，现将其图示如下：

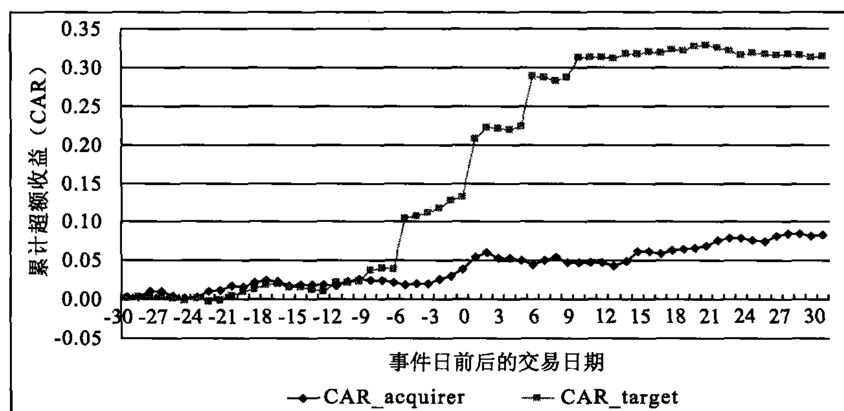


图 5-1 并购双方事件日前后的累计超额收益(CAR)分布

2. 主并公司在不同事件窗口期内的累计超额收益分布

在进行多变量回归之前，本书将主并公司基于个股的累计超额收益进行单变量检验，以便考察各解释变量与不同窗口期上的累计超额收益之间的相关关系。按照本章的定义，本书主要考察以下四个事件窗口期：(-15,0)、(-10,0)、(-5,1)、(0,1)，基于主并公司样本总体和分类统计结果如表5-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-3 主并公司在各窗口期内的累计超额收益及其分类检验

事件窗口	(-15,0)	(-10,0)	(-5,1)	(0,1)
Panel A:主并公司在各窗口期的 CAR				
总体	0.0367** (2.28)	0.0315** (2.31)	0.0417*** (2.99)	0.0216** (2.15)
Panel B:市场高估期与市场低估期主并公司的 CAR 比较				
低估期	0.0068	0.0100	-0.0079	-0.0182
高估期	0.0557	0.0452	0.0733	0.0469
差异	-0.0489* (-1.50)	-0.0352 (-1.27)	-0.0812*** (-3.05)	-0.0651*** (-3.49)
Panel C:不同支付方式下主并公司的 CAR 比较				
股票支付	0.0336	0.0399	0.0570	0.0557
非股票支付	0.0373	0.0300	0.0390	0.0156
差异	-0.0036 (-0.08)	0.0315 (0.26)	0.0180 (0.46)	0.0400* (1.43)
Panel D:不同并购类型下主并公司的 CAR 比较				
跨行业并购	0.0579	0.0494	0.0521	0.0196
同行业并购	0.0252	0.0218	0.0360	0.0226
差异	0.0327 (0.97)	0.0276 (0.97)	0.0161 (0.55)	-0.0030 (-0.14)

注:(1)Panel A 中第 1 行数字表示主并公司总体(54 家)各窗口期 CAR 的均值;Panel B-Panel D 中第 1 行、第 2 行分别表示各子样本 CAR 的均值,第 3 行表示两子样本 CAR 的均值之差;

(2)括号内的数字表示均值或均值之差是否异于 0 的 t 检验统计值,***、**、*分别表示单侧检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

总体来看,主并公司在四个事件窗口期的累计超额收益均大于 0,并且都在 0.05 水平上显著。按照不同标准对主并公司进行分类检验的结果表明,相对于低估年份来说,处于高估年份的主并公司能获得更高的累计超额收益,在本书所选四个事件窗口中有两个在 0.01 水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平上显著，该结果初步表明，在市场高估期间发动并购更有利于增加股东财富，与假设 5－1 的预期相一致。与现金支付相比，采用股票支付的主并公司通常能在事件日前后获得更高的累计超额收益；类似地，跨行业并购比同行业并购多数情况下能使主并公司股东获得更高的累计超额收益，但是这两项检验在统计上并不显著。

表 5－4 报告了实证模型中各解释变量的最小值、中位数、最大值、均值和标准差（0－1 变量未披露），除了基于市净率的价值高估程度与支付方式的交叉项（MB * Payment）与规模变量外，其他变量的分布比较均匀。

表 5－4 解释变量的描述性统计

变量	最小值	中位数	最大值	均值	标准差	样本量
OV * Payment	－0. 0261	0. 0046	0. 0383	0. 0044	0. 0149	54
MB * Payment	－22. 6768	0. 0000	7. 1503	－0. 1804	3. 3407	54
Size	1. 5219	4. 7073	11. 4884	5. 0986	2. 4620	54
Liquidity	－1. 2265	－0. 3337	0. 8215	－0. 3235	0. 3328	54
Growth	－1. 8500	0. 1140	2. 1480	0. 1073	0. 5128	54
ROA	－0. 2201	0. 0271	0. 3177	0. 0288	0. 0761	54

3. 多变量线性回归结果及其分析

基于主并公司总体的短期市场反应结果表明，主并公司股票在宣告日前后的累计超额收益均大于 0，故本书选取了包含事件日在内的四个不同期间来衡量并购宣告的短期财富效应，以增强实证结论的稳健性。

表 5－5 报告了四个不同事件窗口下多变量线性回归模型的实证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果。总体而言,四个模型均在0.05水平上显著,从F检验结果不难看出,四组模型均能通过"所有待估参数同时为0"的原假设。

表5-5 回归估值法下各窗口期累计超额收益回归结果

变量	(-15,0)	(-10,0)	(-5,1)	(0,1)
Ovperiod	0.0940 ** (2.39)	0.0823 *** (2.58)	0.1202 *** (3.70)	0.0843 *** (3.76)
Payment	-0.0136 (-0.52)	-0.0210 (-0.69)	-0.0237 (-0.58)	-0.0446 * (-1.84)
OV * Payment	-2.2360 * (-1.90)	-2.5389 *** (-2.62)	-1.8227 * (-1.84)	-1.4440 *** (-2.69)
Size	-0.0077 (-1.10)	-0.0058 (-0.89)	-0.0097 * (-1.67)	-0.0022 (-0.53)
Liquidity	0.0301 (0.61)	0.0341 (0.86)	0.0141 (0.39)	-0.0381 ** (-2.00)
Growth	-0.0730 *** (-3.29)	-0.0631 *** (-3.39)	-0.0230 (-1.05)	-0.0119 (-0.59)
Pattern	0.0316 (0.80)	0.0258 (0.82)	0.0176 (0.59)	-0.0024 (-0.10)
ROA	0.4877 *** (2.78)	0.3729 *** (2.72)	0.1164 (0.87)	0.0915 (0.58)
Type	-0.0139 (-0.37)	-0.0077 (-0.24)	-0.0096 (-0.29)	0.0177 (1.01)
Constant	0.0406 (0.74)	0.0425 (0.70)	0.0492 (0.79)	0.0012 (0.03)
Adj. R2	0.1255	0.173	0.2021	0.2345
F值	3.48 ***	2.73 **	2.49 **	3.95 ***
N	54	54	54	54

注:(1)CAR回归模型为:

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 Ovperiod + \alpha_2 Payment + \alpha_3 OV * Payment + \alpha_4 Size + \alpha_5 Liquidity + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Pattern + \alpha_8 ROA + \alpha_9 Type + \varepsilon \quad (5-6)$$

(2)***、**、*分别表示统计检验在0.01、0.05和0.10水平上显著;

(3)括号内的数字是按照White(1980)调整异方差后的t值,在回归命令后加robust;

(4)为了检验变量之间是否存在多重共线性问题,对各模型回归之后还计算了各变量的方差膨胀因子(VIF),其值均小于2,表明不存在多重共线性,限于篇幅,表中未披露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体来说,市场高估期间与不同窗口期的累计超额收益均显著正相关,其中有三个窗口期在 0.01 水平上显著,假设 5－1 得到验证。该结果表明,对于主并公司现有股东而言,在市场高估期间宣告并购通常能使自己的财富在短期内快速增长。当股票市场持续处于过“热”状态时,大多数投资者的情绪高涨,他们普遍看好股市的未来发展,希望继续持有或者购入公司股票以获取高额收益,此时,上市公司的并购行为很可能被理解为公司的发展前景光明,拥有较好的投资机会,通过兼并或收购其他公司的股权或资产以求快速增长。因此,在市场处于高估期间宣告并购通常能产生正向财富效应。支付方式的回归系数为负,除了窗口期(0,1)外,多数情况下并不显著;而公司股票价值高估变量与支付方式的交叉项在四个窗口期内均显著为负,假设 5－2 得到验证。该结果说明,支付方式并不能单独对并购的市场绩效产生作用,而与股票价值高估程度结合在一起则能较好地解释并购宣告的短期财富效应。在其他情况不变的条件下,当主并公司的股票价值被高估时,对于现有股东而言,采用现金支付意味着市场错误定价所带来的资本利得无法在短期内实现,一旦市场修正了原有的错误预期,那么这一部分溢价将迅速消失,从而减少现有股东的财富。对于潜在投资者而言,不论股票价值是否被高估或者高估的程度如何,采用现金支付通常意味着并购完成后的融资需求增大,经营成本上升,或者由于现金短缺而将错过良好的投资机会,这些悲观预期都将影响他们对股票的定价。以上两种因素综合作用的结果将使得交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叉项的符号为负。此外,除了成长性与盈利能力外,其他控制变量在多数情况下均不显著,代表盈利能力的总资产净利润率指标与并购的短期市场绩效正相关,且在(－15,0)和(－10,0)两个窗口内在0.01水平显著,表明主并公司在并购宣告前的经营业绩很可能影响投资者对股票价值的判断,业绩越好的公司其股票定价也将越高。与预期相反的是,代表成长性的营业收入增长率虽然在(－15,0)和(－10,0)两个窗口期内高度显著,但是符号为负;同时,各变量的方差膨胀因子(VIF)均小于2,表明四个事件窗口下回归模型的解释变量之间均不存在明显的多重共线性问题(表5－5未报告VIF值)。

从模型总体的回归效果来看,窗口期(0,1)的回归效果较好,调整后的拟合优度高于另外三个事件窗口,而且主解释变量的系数都十分显著。

为了增强实证结果的稳健性,与第三章和第四章保持一致的是,本书还对基于市净率的价值高估程度构建实证模型,并选取了同样的四个事件窗口,回归结果见表5－6所示。

总体而言,除了窗口期(－10,0)外,其他情况下都能通过模型总体的显著性检验,F统计量均在0.05水平上显著。就单个解释变量而言,市场高估期间在不同窗口期上依然与并购的短期市场绩效显著正相关,再次验证了假设5－1。与表5－4相似的是,支付方式与短期市场绩效负相关,但仅在窗口期(0,1)上显著。然而,股票价值高估变量与支付方式的交叉项却并不显著。此外,成长性与短期市场绩效显著负相关,而总资产净利润率则与短期市场绩效显著正相关,这与回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归估值法下的结果大体一致，其他控制变量在多数情况并不显著。

表 5-6 相对估值法下各窗口期累计超额收益回归结果

变量	(-15,0)	(-10,0)	(-5,1)	(0,1)
Ovperiod	0.0729 ** (2.08)	0.0580 * (1.90)	0.1008 *** (3.30)	0.0682 *** (3.24)
Payment	-0.0202 (-0.68)	-0.0285 (-0.80)	-0.0293 (-0.67)	-0.0491 * (-1.88)
MB * Payment	0.0008 (0.39)	0.0005 (0.34)	-0.0013 (-0.90)	-0.0017 (-1.34)
Size	-0.0112 (-1.56)	-0.0099 (-1.54)	-0.0124 ** (-2.20)	-0.0043 (-1.06)
Liquidity	0.0197 (0.35)	0.0232 (0.51)	0.0102 (0.26)	-0.0394 * (-1.91)
Growth	-0.0671 *** (-2.73)	-0.0563 *** (-2.56)	-0.0173 (-0.72)	-0.0071 (-0.35)
Pattern	0.0399 (0.97)	0.0356 (1.05)	0.0261 (0.83)	0.0050 (0.19)
ROA	0.4491 ** (2.42)	0.3299 ** (2.09)	0.0892 (0.65)	0.0715 (0.45)
Type	-0.0334 (-0.84)	-0.0303 (-0.90)	-0.0271 (-0.85)	0.0032 (0.16)
Constant	0.0744 (1.38)	0.0813 (1.29)	0.0787 (1.24)	0.0253 (0.68)
Adj. R2	0.061	0.056	0.1462	0.1705
F 值	2.12 **	1.5	3.48 ***	4.54 ***
N	54	54	54	54

注：(1) CAR 回归模型为：

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 Operiod + \alpha_2 Payment + \alpha_3 MB * Payment + \alpha_4 Size + \alpha_5 Liquidity + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Pattern + \alpha_8 ROA + \alpha_9 Type + \varepsilon \quad (5-7)$$

(2) ***、**、* 分别表示统计检验在 0.01、0.05 和 0.10 水平上显著；

(3) 括号内的数字是按照 White(1980) 调整异方差后的 t 值，在回归命令后加 robust；

(4) 为了检验变量之间是否存在多重共线性问题，对各模型回归之后还计算了各变量的方差膨胀因子(VIF)，其值均小于 2，表明不存在多重共线性，限于篇幅，表中未披露。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.3 企业并购的长期财富效应

企业并购的长期财富效应可以通过市场绩效与财务绩效来衡量，本部分将从财务绩效角度对其进行研究。如前所述，部分目标公司在并购完成后即丧失法人资格，导致财务数据无法取得，故本部分仅仅考察主并公司在并购完成前后的经营业绩变化。

本部分的研究内容将按照以下思路展开：首先是样本数据的筛选；然后对变量进行定义，选取衡量企业长期经营业绩的财务指标，在此基础上计算主并公司在并购完成前后经营业绩的变化量，并对其进行分类统计检验。

5.3.1 数据来源与样本筛选

本部分的数据来源与本书第三章和第四章相一致，包括沪深两市A股上市公司自2005年1月至2009年12月的财务报表数据以及与并购交易相关的数据。

样本筛选建立在58起并购事件中的主并公司基础之上，按照以下标准逐一筛选：①剔除企业并购失败（放弃）的样本；②剔除交易进行中（未完成）的样本；③对于同一家公司在同一年内收购两家或两家以上公司股份的，仅取第一次；④对于同一家公司在并购完成后一年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内涉及新的并购事件的，仅取第一次为样本；⑤考虑到年报数据的可获得性，剔除交易完成日期属于 2010 年的样本；⑥为了同时考察并购完成前后年份经营业绩的变化，剔除交易完成日期属于 2009 年的样本。按照上述标准剔除不符合要求的样本后，最后剩余 30 家公司，刚好符合统计学上对大样本统计检验的最低要求。

5.3.2 经营业绩指标选取与长期财务绩效衡量

1. 经营业绩指标的选取

在考察并购的长期财富效应之前，对财务绩效的定义，即经营业绩指标的选取是极其重要的，有关财务指标不仅要求经济意义明确，而且还需具有一定的代表性。

从国内外现有与并购财务绩效相关的文献来看，惯常使用的财务指标包括净资产收益率（ROE）、总资产净利润率（ROA）与每股收益（EPS）。此外，Mueller（1980）在衡量美国企业并购的财务绩效时除了使用净资产收益率和总资产净利润率外，还选取了销售利润率作为代理指标；Martynova，Oosting and Renneboog（2006）在研究来自欧洲大陆和英国的企业在并购发生后的长期盈利能力时选取毛利率作为财务绩效的代理指标。国内部分文献在衡量企业并购的长期财务绩效时还用到了主营业务收入与总资产之比、主营业务利润率、主营业务收入等指标（冯根福和吴林江，2001；朱宝宪和王怡凯，2002；吴育平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002；王民治,2005）。

本书在衡量并购的财务绩效时选取了四项集中反映企业盈利能力的指标：销售净利率、总资产净利润率、净资产收益率和每股收益，其定义如表5－7所示。

表5－7　经营业绩指标定义

变量符号	经济含义	计量方法
ROTR	代表单位(每一元)营业收入带来的净利润	净利润/营业收入,分子分母均取期末数
ROA	代表单位总资产为企业带来的净利润	净利润/平均总资产,平均总资产＝(资产合计期初余额＋资产合计期末余额)/2
ROE	代表单位净资产为企业带来的净利润	净利润/股东权益平均余额,股东权益平均余额＝(股东权益期初余额＋股东权益期末余额)/2
EPS	股东获利能力指标,即每股净利润	净利润/总股数,总股数不含库存股

2. 长期财务绩效的衡量

在选定经营业绩代理指标后，本节将在此基础上进一步考察主并公司在不同年份上的经营业绩之差，一般思路为：①选取主并公司的配对样本(matched samples)，按照国内外现有文献的做法，本节选取了在比较年份上与主并公司来自相同行业、资产规模最接近的样本，并要求配对样本在并购完成当年、并购完成前一年及次年均不涉及并购事件。②将相同年份上主并公司的业绩指标值减去配比公司的业绩指标值，以剔除行业因素与宏观环境因素对研究结论的影响。③将并购完成日所在年份设为基期(t)，将该年度的财务指标减去前一年(t－1)的余额定义为并购完成当年的经营业绩变化；将基期下一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年(t+1)的财务指标减去基期的余额定义为并购完成次年的经营业绩变化。限于大样本统计检验的要求,本书将考察期间限定为基期前一年与基期下一年。长期财务绩效变化的公式如下:

$$\Delta X_{i,t} = (X_{i,t} - X_{matched,t}) - (X_{i,t-1} - X_{matched,t-1}) \qquad (5-8)$$

其中:$X_{i,t}$ 表示主并公司 i 第 t 年的业绩指标值,$X_{matched,t}$ 表示配比公司第 t 年的业绩指标值,其他符号的含义依下标而定。

5.3.3　长期财富效应及其分类检验

如前所述,本书选取了反映长期经营业绩的四项财务指标,以增强研究结论的稳健性;同时,为了考察证券市场错误定价对主并公司长期经营业绩变化的影响,本书选取了市场高估年份(Ovperiod)、主并公司股票价值高估程度作为分组变量;此外,本书还考虑了并购支付方式和并购类型对并购长期财富效应的影响。统计结果见表 5-8 和表 5-9 所示。

表 5-8 报告了主并公司在并购完成当年与完成前一年的经营业绩比较结果。从样本总体来看,除销售净利率外,其他三项经营业绩指标均显著大于 0,表明主并公司的经营业绩在并购完成当年表现良好,相对于前一年有所改善,该结果与 Netter, Stegemoller and Wintoki (2010)基于大样本检验的研究结果类似。同时,该结果也与国内有关并购、重组的文献结论大体一致(原红旗和吴星宇,1998;邹亚生,1999;王军,2009),即样本公司在并购(重组)当年的业绩较前一年有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所上升。

平均意义上而言，从并购宣告日所属市场环境来看，处于低估年份的主并公司其经营业绩在并购完成当年普遍上升，而处在高估年份的主并公司其经营业绩在并购完成当年反而有所下降，两组样本的销售净利率变化、净资产收益率变化的均值之差都在 10% 水平上显著。与之相似的是，并购宣告之前股票价值被低估的主并公司在并购完成当年的业绩表现优于股票价值被高估的公司，两组样本的销售净利率变化、净资产收益率变化的均值之差都在 5% 水平上显著。可能的原因在于，处于市场低估年份的主并公司其股票价值更有可能被低估（第三章已经证实），伴随着宏观经济回暖，股票市场也将相应地由低估期间转入高估期间，此时，投资者的投资情绪高涨，过度乐观的情绪在很大情况下将左右其投资决策，对于上市公司来说，这意味着更多的融资机会与更低的融资成本；利用发行新股来补充经营资金缺口，扩大投资规模，经营业绩很可能随之上升。这与中国近年来的宏观经济情形较为吻合，比如从 2005 年至 2007 年，股市逐渐从熊市过渡到牛市，上市公司财务绩效普遍趋好；无独有偶，从 2008 年到 2009 年的宏观经济与证券市场气候的转变也大致符合这一现象。

此外，从支付方式来看，净资产收益率显著为正，说明采用股票支付从短期看来有可能改善主并公司的经营业绩，不过基于其他经营业绩指标的结果并不显著。从并购类型来看，跨行业并购的公司在并购完成当年比同行业并购总体上表现更好，但统计上并不显著。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5－8　主并公司在并购完成当年与前一年的经营业绩比较

分类标准	样本量	ROTR	ROA	ROE	EPS
Panel A：主并公司总体经营业绩变化					
总体	30	0.0373 (0.90)	0.0131 * (1.56)	0.1055 ** (1.76)	0.2070 ** (2.17)
Panel B：市场低估期与市场高估期发生并购的经营业绩比较					
低估期	11	0.1356	0.0167	0.2110	0.1239
高估期	19	－0.0196	0.0111	0.0444	0.2552
差异		0.1552 ** (1.88)	0.0057 (0.32)	0.1666 * (1.36)	－0.1313 (－0.66)
Panel C：主并公司价值被低估和高估时的经营业绩比较①					
低估	10	0.1402	0.0225	0.2482	0.1975
高估	20	－0.0141	0.0085	0.0341	0.2118
差异		0.1543 ** (1.82)	0.0141 (0.78)	0.2141 ** (1.74)	－0.0144 (－0.07)
Panel D：不同支付方式下并购的经营业绩比较					
股票支付	3	0.0485	－0.0175	0.5285	－0.0115
非股票支付	27	0.0361	0.0166	0.0585	0.2313
差异		0.0124 (0.09)	－0.0340 (－1.23)	0.4701 *** (2.57)	－0.2428 (－0.76)
Panel E：不同并购类型下并购的经营业绩比较					
跨行业并购	14	0.0885	0.0226	0.1785	0.2561
同行业并购	16	－0.0074	0.0048	0.0416	0.1641
差异		0.0959 (1.16)	0.0178 (1.06)	0.1370 (1.15)	0.0920 (0.47)

注：(1) Panel A 中第 1 行数字表示主并公司总体(30 家)各业绩指标的均值；Panel B－Panel D 中第 1 行、第 2 行分别表示各子样本业绩指标的均值，第 3 行表示两子样本业绩指标均值之差；

(2) 括号内的数字表示均值或均值之差是否异于 0 的 t 检验统计值，***、**、* 分别表示单侧检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

① 此处的价值高估程度(OV)为虚拟变量，按照回归估值法计算得出，OV＞0，赋值 1，否则赋值 0。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-9 主并公司在并购完成后一年与并购完成当年的经营业绩比较

分类标准	样本量	ROTR	ROA	ROE	EPS
Panel A：主并公司总体经营业绩变化					
总体	30	-0.0826* (-1.58)	-0.0252** (-2.02)	-0.1128** (-2.36)	-0.1383 (-1.09)
Panel B：市场低估期与市场高估期发生并购的经营业绩比较					
低估期	11	-0.1225	-0.0289	-0.1977	-0.1235
高估期	19	-0.0595	-0.0230	-0.0636	-0.1469
差异		-0.0629 (-0.58)	-0.0059 (-0.22)	-0.1341* (-1.37)	0.0234 (0.09)
Panel C：主并公司价值被低估和高估时的经营业绩比较					
低估	10	-0.1006	-0.0318	-0.2142	-0.1756
高估	20	-0.0736	-0.0218	-0.0621	-0.1196
差异		-0.0269 (-0.24)	-0.0100 (-0.37)	-0.1521* (-1.54)	-0.0560 (-0.20)
Panel D：不同支付方式下并购的经营业绩比较					
股票支付	3	-0.0081	-0.0031	-0.3941	-0.0607
非股票支付	27	-0.0909	-0.0276	-0.0815	-0.1469
差异		0.0828 (0.47)	0.0245 (0.58)	-0.3126** (-2.07)	0.0862 (0.20)
Panel E：不同并购类型下并购的经营业绩比较					
跨行业并购	14	-0.0344	-0.0130	-0.1158	-0.0939
同行业并购	16	-0.1247	-0.0358	-0.1101	-0.1772
差异		0.0903 (0.86)	0.0229 (0.91)	-0.0057 (-0.06)	0.0833 (0.32)

注：(1) Panel A 中第 1 行数字表示主并公司总体（30 家）各业绩指标的均值；Panel B - Panel D 中第 1 行、第 2 行分别表示各子样本业绩指标的均值，第 3 行表示两子样本业绩指标均值之差；

(2) 括号内的数字表示均值或均值之差是否异于 0 的 t 检验统计值，***、**、* 分别表示单侧检验在 0.01、0.05 和 0.1 水平上显著。

表 5-9 报告了主并公司在并购完成次年与并购完成当年的经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩比较结果。从样本总体来看，除每股收益指标外，其他三项财务绩效指标均显著为负，表明主并公司在并购完成次年的业绩开始下滑，该结果与国内外大多数文献的研究发现相一致（Meeks，1977；Ravenscraft and Scherer，1987；Sharma，2002；Danzon，Epstein and Nicholson，2004；冯根福和吴林江，2001；王军，2009），即主并公司的业绩仅仅在并购完成当年出现了短暂繁荣。

从分类检验结果来看，相对于市场高估期间而言，处于市场低估期间的主并公司在并购完成次年经营业绩下滑的程度更高，不过四项财务绩效指标中仅 ROE 在 10% 水平上显著；基于个股价值高估程度分类检验的结果与之类似。从支付方式来看，采用股票支付的主并公司 ROE 显著低于非股票支付的公司，该结果很可能与市场错误定价有关，如果主并公司价值被低估却又采用股票支付，那么并购完成前后由于股本规模的扩大很可能会稀释并购完成后的经营业绩，进而导致主并公司的经营业绩在宏观经济下滑的年份出现大幅下降。此外，按照并购类型分组后，四项财务绩效指标均不显著。

5.4 本章小结

本章从资本市场错误定价角度出发，着重研究主并公司在并购宣告日附近的短期市场反应、并购完成前后年份经营业绩的变化，通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多元线性回归与单变量 t 检验来考察市场错误定价对企业并购财富效应的影响。

本章的研究结果发现:①持有并购双方中任意一方的股票在并购宣告日附近都能获得显著为正的累计超额收益,换言之,并购宣告同时增加了主并公司股东和目标公司股东的短期财富,具有联合财富效应;②更进一步地,目标公司股东在绝大多数事件窗口期所获得的累计超额收益均大于主并公司,在事件日前 30 个交易日至事件日后 30 个交易日内,目标公司股票的日均超额收益(AAR)比主并公司高出 0.38%,且在 0.05 水平上显著;③与市场低估期间相比,发生在高估期间的并购能为主并公司股东带来更多的财富;主并公司的股票价值在并购宣告前越是被高估,采用现金支付对主并公司的股东越是不利,并购的短期市场反应越差;④主并公司在并购完成当年通常具有良好的经营业绩表现,然而这种状况很难持续下去,与并购完成当年相比,并购完成次年的经营业绩出现明显下滑;单变量检验结果表明,这种长期财富效应的逆转在一定程度上确实与并购宣告前的证券市场错误定价有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 结论、研究局限与展望

6.1 研究结论

在资本市场逐渐步入全流通时代之际，股票市价将日渐成为股东财富的统一衡量标准；相应地，资本市场（股权投资者）对公司股票的价值评估很可能会影响上市公司的并购行为及其经济后果，国外相关经典文献通过理论推导与实证检验已经证明了这种作用机制的存在。那么，对于处在转轨经济加新兴市场环境下的中国上市公司而言，其实施并购的动因、并购行为及其经济后果是否也受资本市场环境及投资者对股票估值的影响，这正是本书试图回答的问题。

本书以2005年1月至2010年6月为观测期，选取发生在沪深两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市 A 股上市公司之间的并购事件作为研究样本,利用股票估值理论与计量模型对股票市场错误定价进行合理界定,在此基础上借助现代公司财务理论系统地研究了股票市场错误定价对企业并购动因、并购模式、并购的支付方式及交易结果的影响,得出了以下主要研究结论:

(1)基于两种不同估值方法的统计结果均表明,相对于目标公司而言,股票价值被高估的主并公司家数更多,并且主并公司的股票价值被高估的程度更大。

(2)股票市场错误定价对于企业发动并购具有显著的推动作用。具体来说,按照本书的样本筛选标准,发生在市场高估期间的并购事件起数明显多于市场低估期间,表明股票市场气候确实能影响并购活动发生的频率;对于单个公司而言,股票价值越是被高估,则该公司越有可能发动并购,成为主并公司,简而言之,投资者对股票的错误定价推动了并购活动的发生。具体到公司特征而言,公司的资产规模越大、成长性越好,则越倾向于发动并购;此外,非国有企业似乎更有可能发动并购,成为主并公司。

(3)股票市场错误定价对企业并购模式具有显著影响。具体而言,并购双方的股票在并购宣告前的价值越是被高估,主并公司越有可能通过公开市场收购而非协议收购目标公司的股份,该结果与西方文献的研究发现并不一致。此外,主并公司在并购宣告前的成长性越好、股权集中度越高,则其在并购决策中越是倾向于采用公开市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购。

(4)股票市场错误定价对并购支付方式具有显著影响。一方面，相对于市场低估年份而言，发生在市场高估年份的并购事件更有可能采用股票支付。另一方面，主并公司与目标公司的股票价值在并购宣告前越是被高估，则并购越有可能采用股票支付方式。此外，就主并公司特征而言，资产负债率越高，越是倾向于采用股票支付；而成长性越高、公司规模越大、股权集中度越高，则越有可能采用现金支付。

(5)股票市场错误定价还影响着企业并购的交易结果。不论是主并公司还是目标公司，并购宣告之前的股票价值越是被高估，那么并购越有可能成功。同时，主并公司在并购宣告之前的成长性越好，并购成功的几率也将越大。

(6)股票市场错误定价对并购双方的短期市场反应与主并公司的长期经营业绩具有一定影响。从短期市场反应来看，并购双方的股东在宣告日附近通常能获得显著为正的累计超额收益，即并购宣告同时增加了主并公司股东和目标公司股东的短期财富，具有联合财富效应；更进一步地，在整个事件窗口(-30,30)内，目标公司股东所获得的累计超额收益大于主并公司股东，并且日均超额收益(AAR)比主并公司高出0.38%。与市场低估期间相比，发生在高估期间的并购能为主并公司股东创造更多的短期财富；主并公司的股票价值在并购宣告前越是被高估，采用现金支付对主并公司的股东越是不利，并购的短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期市场反应越差。从长期经营业绩来看，主并公司在并购完成当年通常表现良好，然而这种状况很难持续下去，与并购完成当年相比，并购完成次年的经营业绩出现明显下滑。单变量检验结果表明，这种长期财富效应的逆转在一定程度上与并购宣告前的股票市场错误定价有关。

6.2 研究局限与展望

从国外已发表的文献来看，基于资本市场错误定价角度来研究企业并购的文献数量相对较少，且多数文献出现的时间较晚。在国内，鲜有文献从错误定价假说出发来研究企业并购，为此，本书试图对此进行一次新的尝试，研究视角具有一定的创新性，但同时也不可避免地存在一些不足之处。

首先，有关企业并购动因的学术文献可谓汗牛充栋，研究视角也是层出不穷，解释并购动因的主流观点包括新古典理论下的效率动机、代理理论、管理者自大假说、产业冲击假说、Q 理论、市场错误定价假说、投资者情绪假说等。本书仅从市场错误定价假说来研究企业并购动因，虽然在实证模型中增加了一些与其他理论相关的控制变量，但这并不能完全排除其他因素对全流通环境下企业并购的驱动作用，这在一定程度上影响了研究结论的说服力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近年来，随着行为财务学的兴起，投资者情绪对企业融资、并购等活动的影响正日益为学者们所关注，本书侧重研究市场错误定价对上市公司是否宣告并购及其经济后果的影响。然而，在投资实践中，投资者情绪作为重要的市场环境变量也将对上市公司的并购活动产生重要影响，包括并购宣告、并购模式和并购支付方式等。从国内现有文献来看，学术界对投资者情绪的研究较少，有价值的研究结论更是少之又少。然而，西方学者近年来已经构建了与市场表现拟合较好的投资者情绪指数，这为本书开展下一步的研究提供了新的视角。相应地，我们可以利用中国股票市场数据来构建中国投资者情绪指数，并在此基础上系统地研究其对企业并购行为的影响。基于投资者情绪理论解释企业并购的长短期市场表现也将有助于深化行为财务学在上市公司并购领域内的研究视野。

其次，由于本书将研究背景定位于全流通时代，研究期间因此受到了一定限制；同时，考虑到主并公司与目标公司的股票估值问题，本书仅研究来自沪深 A 股的上市公司之间的并购活动，而将并购双方中至少有一方为非 A 股上市公司的事件排除在外，从而导致本书的样本量相对较小，这将在一定程度上影响研究结论的普适性。

类似地，由于取样期间较短，本书在考察企业并购的长期财富效应时仅仅包括了并购完成前一年、并购完成当年与次年。然而，按照国外学者的研究范式，运用事件研究法研究长期绩效通常将考察期间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定为3年、5年甚至更长的期间，而当前的样本很难符合这一要求，研究区间的局限将在一定程度上影响研究结果的丰富性。

诚然，国内现有相关文献也遇到过类似的问题，随着时间的推移与中国证券市场的进一步发展，上市公司之间的并购活动将会日渐增多，这将为本书从市场错误定价角度研究企业并购的相关问题埋下了伏笔。

再次，在界定资本市场错误定价时将不可避免地遭遇股票估值问题。迄今为止，国内外学术界和实务界还没有找到一种公认的、误差极小的估值方法。常见的估值模型或方法包括两大类：绝对值估值法和相对估值法，前者包括股利折现估值模型、自由现金流折现估值模型、剩余收益估值模型等；后者包括市净率估值法、市盈率估值法等。尽管本书在测算股票价值高估程度时同时使用绝对值估值法和相对估值法，而且基于不同方法得出的研究结果大体一致，然而，这两类方法固有的缺陷还是会影响研究结论的可靠性。

试图准确估算股票的内在价值是无数学者、投资机构和企业内部人员长年孜孜以求的目标，在这个领域内也不断涌现出有影响力的研究成果，这也将成为笔者今后进一步研究的方向。

最后，中国股票市场现行交易制度也可能会对研究结论产生影响，比如涨跌停制度和停牌制度的影响就不容忽视。部分上市公司在并购宣告前后有可能出现连续几个交易日涨停的现象，更进一步地，由于非ST公司与ST公司的涨跌停限制存在明显差异，对于ST公司来说，这一交易机制的存在很可能会导致该类公司的股票对于并购宣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告无法作出及时而充分的反应。同时,停牌制度对并购的短期财富效应的影响也是不容忽视的问题。由于制度背景产生的客观原因都将对研究结论造成一定的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

一、英文文献：

[1] Agrawal, A. , Jaffe, J. , Mandelker, G. , 1992. The post merger performance of acquiring firms: a reexamination of an anomaly. *Journal of Finance* 47, 1605 – 1621.

[2] Agrawal, A. , Jaffe, J. F. , 2000. The post – merger performance puzzle. Advances in mergers and acquisitions.

[3] Ahmad Ismail, Andreas Krause, 2010. Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance.*

[4] Alexandridis, G. , Antoniou, A. , Zhao, H. , 2006. Valuation effect of institutional ownership: the case of corporate takeovers. *European Financial Management* 12.

[5] Almeida, H. , Campello, M. , Weisbach, M. S. , 2004. The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance* 159, 1777 – 1804.

[6] Anderson, C. , Mandelker, G. , 1993. Long run return anomalies

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

and the book – to – market effect: evidence on mergers and IPOs. unpublished paper.

[7] Andrade, G. M. , Stafford, E. , 2004. Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance* 10, 1 – 36.

[8] Andrade, G. M. , Mitchell, M. , Stafford E. , 2001. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15, 103 – 120.

[9] Paul André, Walid Ben – Amar, 2009. Control threat and means of payment: evidence from Canadian mergers and acquisitions. efmaefm. org. 1 – 39.

[10] Andrew C. Worthington, 2004. Determinants of merger and acquisition activity in Australian cooperative deposit – taking institutions. *Journal of Business Research* 57, 47 – 57.

[11] Ang, J. S. , Cheng, Y. , 2006. Direct evidence on the market driven acquisition theory. *The Journal of Financial Research* 2, 199 – 216.

[12] Annalisa Caruso, Fabrizio Palmucci, 2008. Measuring value creation in bank mergers and acquisitions. Working Paper.

[13] Ansoff, H. I, 1965. Corporate Strategy: An Analytical Approach to Business Policy for Growth and Expansion . New York: McGraw – Hill.

[14] Antoniou, A. , Guo, J. , Petmezas, D. , 2008. Merger momentum and market valuations: the UK evidence. *Applied Financial Economics* 18,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1411 – 1423.

[15] Antoniou, A., Zhao, H., 2004. Long – run post takeover return: the impact of overlapping return, takeover premium and method of payment. Working Paper.

[16] Asquith, P., Bruner, F., Mullins, W., 1983. The gain to bidding firms from merger. *Journal of Finance Economic* 11, 121 – 139.

[17] Baker, M., Wurgler, J., 2002. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance* 1, 1 – 32.

[18] Barnes, Paul., 1984. The effect of a merger on the share price of the attacker, revisited. *Accounting and Business Research* 15, 45 – 49.

[19] Bellamy, D., Lewin, W., 1992. Corporate takeovers, methods of payment and bidding firms' shareholder returns: Australian evidence, *Asia – Pacific Journal of Management* 10, 137 – 149.

[20] Ben – Amar, W., Andre, P., 2006. Separation ofownership from control and acquiring firm per – formance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance and Accounting* 33, 517 – 543.

[21] Berkovitch, E., Narayanan, M. P., 1993. Motives for takeoversan empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, 347 – 362.

[22] Berkovitch, E., Narayanan, M. P., 1989. Competition and the medium of exchange in takeovers. *Review of Financial Studies* 3, 153 –

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

174.

[23] Bharadwaj, A., Shivdasani, A., 2003. Valuation effects of bank financing in Acquisitions. *Journal of Financial Economics* 67, 113 - 148.

[24] Blackburn, L., Dark, H., Hanson, C., 1997. Mergers, method of payment and returns to manager - and owner - controlled firms. *The Financial Review* 3, 569 - 589.

[25] Bouwman, C., Fuller, K. P., Nain, A., 2004. The performance of stock - price driven acquistions. Invited presentation at Univertisy of Missouri - Kansas City Seminar Series, Kansas City, Missouri.

[26] Bradley, M., Desai, A., Kim, E. H., 1983. Therationale behind inter - firm tender offers. *Journal Financial Economics* 11, 183 - 206.

[27] Brown, D., Ryngaert, M., 1991. The mode of acquisition in takeovers: taxes and asymmetric information. *The Journal of Finance* 46, 653 - 669.

[28] Brunner, J., 2002. Making story: law, literature and life. Harvand university press.

[29] Camilla Jensen, 2010. Bones of Contention What drives mergers and acquisitions in emerging markets? . Working Paper.

[30] Chowdhry, B., Nanda, V., 1993. The strategic role of debt in takeover contests. *The Journal of Finance* 48, 731 - 745.

[31] Coase, Ronald H, 1937. The Nature of the Firm. *Economica* 4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) ,386 -405.

[32] Danzon, M. , Epstein, A . , Nicholson, S. ,2004. Mergers and acquisitions in the aharmaceutical and biotech industries. working papers, *National Bureau of Economic Research.*

[33] DeLong, B. , Shleifer, A. , Summers, L. , Waldmann, R. , 1990. Noise trade risk in financial markets. *Journal of Political Economy* 98, 703 -738.

[34] Deneckere, R. , Davidson, C. ,1985. Incentives to formcoalitions with Bertrand competition. *Rand Journal of Economics* 16, 473 -486.

[35] Denis, J. , Sibilkov, V. ,2010. Financial constraints, investment and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies* 1, 247 -269.

[36] Dodd, P. ,1980. Merger proposal, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics* 8, 105 -138.

[37] Dodd, P. , Ruback, R. ,1977. Tender offers andshareholder returns: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 5, 351 -373.

[38] Donald S. Siegel, Kenneth L. Simons, 2010. Running Head: Mergers and Acquisitions, Productivity, and Workers. SSRN Working Paper.

[39] Dong, M. , Hirshleifer, D. , Richardson, S. , Teoh, S. H. ,2006. Does investor misvaluation drive the takeover market? . *Journal of Finance* 61, 725 -762.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[40] Eckbo, B. E., Langohr, H., 1989. Information disclosure, method of payment and takeover premiums: Public and private tender offers in France. *Journal of Financial Economics* 24, 363 – 403.

[41] Eckbo, B. E., Karin S., 2000. Gains to bidder firms revisited: domestic and foreign acquisitions in Canada. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Cambridge University Press 35, 1 – 25.

[42] Eisfeldt, A. L., Rampini A. A., 2003. Capital reallocation and liquidity. Working Paper. Northwestern University.

[43] Erard, B., Schaller, H., 2002. Acquisitions and investment. *Economica* 69, 391 – 413.

[44] Faccio, M., Masulis, R. W., 2005. The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance* 3, 1345 – 1388.

[45] Fama, E. F., French, K. R., 1992. The cross – section of expected returns, *Journal of Finance* 47, 427 – 456.

[46] Fama, E. F., French, K. R., 1993. Common risk factors in the returns on stock and bonds. *Journal of Financial Economics* 33, 3 – 56.

[47] Faulkender, M., Wang, R., 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance* 61, 1957 – 1990.

[48] Firth, M., 1980. Takeovers, shareholder returns and the theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics* 94, 235 – 260.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[49] Fishman, M. J. , 1989. Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions. *Journal of Finance* 44, 41 – 57.

[50] Franks, R. , Harris, S. , 1989. Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the U. K. experience 1955 – 1985. *Journal of Financial Economics* 23, 225 – 249.

[51] Franks, R. , Harris, S. , Mayer, C. , 1988. Means of payment in takeovers: results for the United Kingdom and the United States. in Alan, J. , editor, Corporate Takeovers: Causes and Consequences, Chicago: University of Chicago Press.

[52] Franks, R. , Harris, S. , Titman, S. , 1991. The postmerger share – price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 29, 81 – 96.

[53] G. Alexandridis, D. Petmezas and G. Travlos, 2010. Gains from Mergers and Acquisitions Around the World. SSRN Working Paper.

[54] Ghosh, A. , 2001. Does operating performance reallyimprove following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance* 7, 151 – 178.

[55] Ghosh, A. , Jain, P. C. , 2000. Financial leverage changes associated with corporate mergers. *Journal of Corporate Finance* 6, 377 – 402.

[56] Ghosh, A. , Ruland, W. , 1998. Managerial ownership, the method of payment for acquisitions and executive job retention. *Journal of Finance* 53, 785 – 798.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[57] Giuli, A. D. 2008. The Determinants of the Method of Payment in Mergers. Working Paper.

[58] Gort, M., 1969. An economic disturbance theory of mergers. *Quarterly Journal of Economics* 83, 624 – 642.

[59] Gorton, G., Kahl., Rosen R. M. 2005. Eat or be eaten: a theory of mergers and merger waves. Working Paper.

[60] Gregory, A., 1997. An examination of the long run performance of UK acquiring firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 24, 971 – 1002.

[61] Gregory, A., McCorriston, S., 2005. Foreign acquisitions by UK limited companies: short and long run performance. *Journal of Empirical Finance* 12, 99 – 125.

[62] Grullon, G., Michaely, R., Swary, I., 1997. Capital adequacy, bank mergers and the medium of payment. *Journal of Business Finance and Accounting* 24, 97 – 124.

[63] Gugler, K., Mueller D. C., Yurtoglu, B. B., 2006. Corporate governance and the determinants of investment. University of Vienna, Working Paper.

[64] Gupta, A., Misra, L., 2004. Regulatory learning in failed thrift auctions. *Journal of Banking and Finance* 4, 651 – 669.

[65] Hansen, R. G., 1987. A theory for the choice of exchange medi-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

um in mergers and acquisitions. *Journal of Business* 60, 75 – 95.

[66] Harford, J. , 2005. What drives merger waves? *Journal of Financial Economics* 77, 529 – 560.

[67] Harris, R. , Franks, J. Mayer, C. , 1987. Means of payment in takeovers: results for the UK and US. NBER working paper.

[68] Harris, M. and Raviv, 1988. A. Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics* 20, 55 – 86.

[69] Healy, P. M. , Palepu, K. G. , Ruback, R. S. 1992. Does corporate performance improve after Mergers. *Journal of Financial Economics* 6, 135 – 175.

[70] Heron, R. A. , Lie, E. , 2002. Operating performance and the method of payment in takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37, 137 – 155.

[71] Heron, R. A. , Lie, E. , 2007. Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants? *Journal of Financial Economics* 83, 271 – 295.

[72] Hideaki, G. , 2008. The optimal minimum wage for poverty minimization. Working Papers, Cornell University, Department of Applied Economics and Management.

[73] Higson, C. , Elliot, J. , 1998. Post – takeover returns: the UK evidence. *Journal of Empirical Finance* 5, 27 – 46.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[74] Holl, P. , Kyriazis, D. , 1997. Wealth creation and bid resistance in UK takeover bids. *Strategic Management Journal* 18, 483 – 498.

[75] Huang, Y. S. , Walking, R. A. , 1987. Target abnormal returns associated with acquisition announcements: payment, acquisition form and management resistance. *Journal of Financial Economics* 19, 329 – 349.

[76] Ikenberry, D. , Lakonishok, J. , Vermaelen, T. , 2000. Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading. *Journal of FinanceAmerican Finance Association* 55, 2373 – 2397.

[77] Jarrell, G. A. , Bradley, M. , 1980. The economic effects of state federal regulations of cash tender offers. *Journal of Law and Economics* 23, 371 – 407.

[78] Jarrell, G. A. , Brickley, J. A. , Netter. J. M. , 1988. The market for corporate control: the empirical evidence since1980. *Journal of Economic Perspectives* 2, 49 – 68.

[79] Jay Mehta, Ram Kumar Kakani, 2006. Motives for Mergers and Acquisitions in the Indian Banking Sector: A Note on Opportunities & Imperatives. SPJCM Working Paper: 06 – 13(Nov.)

[80] Jensen, M. C. , 1986. Agency costs of free cash flow corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323 – 329.

[81] Jensen, M. C. , Meckling, W. , 1976. Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Economics 3, 305 – 360.

[82] Jensen, M. C. , Ruback, R. S. , 1983. The market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 11, 5 – 50.

[83] Jensen M. C. , 1993. The modern industrial revolution , exit, and the failure of internal control systems. *Journal of finance* 48, 831 – 880.

[84] Jovanovic, B. , Rousseau, R. , 2002. The q – theory of mergers. *American Economic Review Papers and Proceedings* 92, 198 – 204.

[85] Kaplan, S. N. , 2000. Mergers and productivity Chicago. University of Chicago Press.

[86] Katja Antikainen, 2008. Evaluation of success of mergers and acquisitions – Case Finnish Forest Company, 2008, Working Paper.

[87] Kennedy, V. K. , Limmack, R. J. , 1996. Takeover activity, CEO turnover and the market for corporate control. *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 267 – 285.

[88] Kiymaz, H. , Baker, H. K. , 2008. Short – term performance, industry effects and motives: Evidence from Large M&As. *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 47, 17 – 44.

[89] Kooli, M. , L'Her, J. F. 2004. The long run performance of mergers and acquisitions: evidence from the Canadian stock market. *Financial Management* 4, 27 – 43.

[90] Kyriazis, D. , 2010. The long – term post acquisition perform-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ance of Greek acquiring firms. *International Research Journal of Finance and Economics* 43, 68 -78.

[91] Kyriazis, D., Diacogiannis, G., 2008. The determinants of wealth gains in Greek takeover bids. *International Research Journal of Finance and Economics* 22, 162 -177.

[92] Lambrecht, B. M., 2004. The timing and terms of mergers motivated by economies of scale, *Journal of Financial Economics* 72, 41 -62.

[93] Lambrecht, B. M., Myers, S. C., 2007. A theory of takeovers and disinvestment. *Journal of Finance* 62, 809 -845.

[94] Lane, W. R., Yang, H. C., 1983. Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment. *Financial Management* (*Autumn*), 16 -22.

[95] Langetieg, T. C., 1978. An application of a three factor performance index to measure stockholder gains from merger. *Journal of Financial Economics* 6, 365 -383.

[96] Lang, L. H. P., Stulz, R. M., Walkling, R. A., 1989. Managerial performance, Tobin's q and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics* 24, 137 -154.

[97] Lang, L. H. P., Stulz, R. M., Walkling, R. A., 1991. A test of the free cash flow hypothesis: the case of bidder returns. *Journal of Finance Economics* 29, 315 -335.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[98] Lee young Cheng,2005. Does the stock market drive merger activity: the empirical evidence. Doctor of Philosophy Degree, University of Mississippi.

[99] Lev, A. Y. , Travlos, N. G. , 1990. Corporate control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions. *Journal of Finance* 45, 603 –616.

[100] Lewellen WG, Huntsman B. ,1970, Managerial Pay and Corporate Performance. *American Economic Review*, 60(4) , 710 –720.

[101] Limmack, R. ,1991. Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977 –1986. *Accounting and Business Research* 21, 239 –251.

[102] Limmack, R. , Woodliff, D. R. , 2004. The equity of wealth effects of method of payment in takover bids for privately held firms. *Australian Journal of Management* 29, 93 –110.

[103] Lin, H. C. , Chou, T. K. , Cheng, J. C. , 2008. Could market misvaluation explain post – merger underperformance. Working Paper.

[104] Linn, S. C. , Switzer, J. A. ,2001. Are cash acquisitions associated with better post – combination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking and finance* 25, 1113 –1138.

[105] Loderer, C. , Martin, K. , 1992. Post – acquisition performance of acquiring firms. *Financial Management* 21, 69 –79.

[106] Loughran, T. , Vijh, A. , 1997. Do long – term shareholders

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

benefit from corporate acquisitions. *Journal of Finance* 52, 1765 – 1790.

[107] Magenheim, E. B. , Mueller, D. C. , 1988. Are acquiring – firm shareholders better off after an acquisition. New York: Oxford University Press.

[108] Malatesta, P. H. 1983. The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of Financial Economics* 11, 155 – 181.

[109] Mandelker, G. , 1974. Risk and return: the case of merging firms. *Journal of Financial Economics* 1, 303 – 335.

[110] Martin, K. J. , 1996. The method of payment in corporate acquisitions investment opportunities and management ownership. *Journal of Finance* 51, 1227 – 1246.

[111] Martynova, M. , Sjoerd, O. , Renneboog, R. , 2006. The long – term operating performance of European mergers and acquisitions. Finance Working Paper.

[112] Mantravadi, P. , Reddy, A. V. , 2008. Post – merger performance of acquiring firms from different industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics* 22, 192 – 204.

[113] Martynova, M. , Renneboog, R. , 2005. Takeover waves: triggers, performance and motives. discussion paper. Tilburg University, Center for Economic Research.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[114] Martynova, M. , Renneboog, R. , 2008. Contractual corporate governance. *Journal of Corporate Finance* 14, 166 – 182.

[115] Matthew T. Billett, Dolly King, and David C. Mauer, 2002. Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980s and 1990s. Working Paper.

[116] Megginson, W. L. , Morgan. A. , Nail, L. , 2004. The determinants of positive long – term performance in strategic mergers, corporate focus and cash. *Journal of Banking and Finance* 28, 523 – 552.

[117] Meeks, G. , 1977. Disappointing marriage: gainsfrom mergers. Cambridge: Cambridge University Press.

[118] Miller, M. H. , Rock, K. , 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Financial Economics* 14, 1031 – 1051.

[119] Mitchell, M. L. , Lehn, K. , 1990. Do bad biddersbecome good targets. *Journal of Political Economy* 98, 372 – 398.

[120] Mitchell, M. , Mulherin, H. , 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics* 41, 193 – 230.

[121] Mitchell, M. , Stafford. , E. , 2000. Managerial decisions and long – term stock – price performance. *Journal of Business* 3, 261 – 297.

[122] Miyajima, Hideaki, 2007. The Comparative Features and Economic Role of Mergers and Acquisitions in Japan, Working Paper.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[123] Modigliani, F., Miller, M. H., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 3, 261 – 297.

[124] Moeller, S., Schlingemann, F., Stulz, R., 2005. Wealth destruction on a massive scale? a study of acquiring – firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance* 60, 757 – 782.

[125] Morck, R. A., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293 – 315.

[126] Mulherin, H., Boone, L., 2000. Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance* 6, 117 – 139.

[127] Muller, D. C, 1969. A Theory of Conglomerate Merger. *Quarterly Journal of Economics* 83(4), 643 – 659.

[128] Myers, S. Majluf, N. S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do no have. *Journal of Financial Economics* 13, 187 – 221.

[129] Nelson, R. L., 1959, Merger movements in American industry, 1895 – 1956, National Bureau of Economic Research, Inc.

[130] Netter, K. P., Stegemoller, J. M., 2002. What do returns to acquiring firs tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *Journal of Finance* 57, 1763 – 1793.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[131] Netter, M. , Stegemoller, M. , Wintoki, B. , 2010. A Study of Over 250, 000 (or Less) Mergers and Acquisitions from 1992 – 2009. Working Paper Series.

[132] Nitzan, J. , 2001. Regimes of differential accumulation: mergers, stagflation and the logic of globalization. *Review of International Political Economy* 2, 226 – 274.

[133] Noronha, G. , Sen, N. , 1995. Determinants of the medium of payment in corporate acquisitions. *Journal of Applied Business Research* 11, 15 – 23.

[134] Opler, T. , Pinkowitz, L. , Stulz, R. , Williamson, R. , 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52, 3 – 46.

[135] Parrino, R. , Harris, M. S. , 1999. Measuring investment distortion arising from stockholder bondholder conflicts. *Journal of Finance* 53, 3 – 42.

[136] Pinkowitz, L. , Stulz, R. , Williamson, R. , 2004. Do firms with poor protection of investor rights hold more cash? Working Paper. Georgetown University, 1 – 45.

[137] Powell, R. , Stark, A. W. , 2005. Does operating performance increase post – takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance* 11, 293 – 317.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[138] Ravenscraft, D. J. , Scherer, F. M. 1989. The profit ability of mergers. *Journal of Industrial Economics* 7, 101 – 116.

[139] Rau, P. R. , Vermaelen, T. , 1998. Glamour, Value and the post – acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics* 49, 223 – 253.

[140] Rhodes – Kropf, M. , Viswanathan, S. 2004, Market valuation and merger waves, *Journal of Finance* 59, 2685 – 2719.

[141] Rhodes – Kropf, M. , Robinson, D. , Viswanathan, S. , 2005. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics* 77, 561 – 603.

[142] Robert F. Bruner, 2001. Does M&A Pay ? A Survey of Evidence for the Decision Maker, University of Virginia Working Paper.

[143] Roll, R. , 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59, 197 – 216.

[144] Rosen, J. , 2004. Merger momentum and investor sentiment: the stock market reaction to merger announcements. *Journal of Business* 2, 987 – 1017.

[145] Samitas, G. , Kenourgios, F. , 2007. Impact of mergers and acquisitions on stock returns of tramp shipping firms. International. *Journal of Financial Services Management* 4, 327 – 343.

[146] Schipper, K. , Thompson, R. , 1983. The impact of merger relat-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ed regulations on the shareholders of bidding firms. *Journal of Accounting Research* 21, 184 – 221.

[147] Schlingemann, F., Stulz, R., Walkling, R., 2002. Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets. *Journal of Financial Economics* 64, 117 – 144.

[148] Sergio Sanfilippo, Myriam García, Begoña Torre, 2008. Determinants of mergers and acquisitions in European financial entities: an analysis of operations in the nineties. Working Paper.

[149] Servaes, H., 1991. Tobin's q and the gains from takeovers. *Journal of Finance* 46, 409 – 426.

[150] Shleifer, A., Vishny, R. W., 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70, 295 – 311.

[151] Sibilkov, V., 2010. Financial constraints and the method of payment in mergers and acquisitions. Working Paper.

[152] Sirower, Mark, L., 1997. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game? The Free Press.

[153] Smith, A., Kim, J., 1994. The combined effectsof free cash flow and financial slack on bidder andtarget stock returns. *Journal of Business* 67, 281 – 310.

[154] Soongswang, A., 2006. Takeover effects during the pre – bid period on thai bidding firms. *International Research Journal of Finance*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

and Economics 5, 194 –208.

[155] Sudarsanam, S. , Mahate, A. A. , 2003. Glamouracquirers method of payment and post acquisitionperformance: the UK evidence. *Journal of Business Finance and Accounting* 30, 299 –341.

[156] Swieringa, J. , Schauten, B. J. , 2007. The payment method chioce in Dutch mergers and Acquisitions. Working Paper.

[157] Stigler, G. , 1950. Monopoly and oligopoly power by merger. *American Economic Review* 40, 23 –34.

[158] Stigler. G. . J, 1951. Monopoly and oligopoly by merger, *American Economic Review* 40(5), 185 –199.

[159] Travlos, N. 1987. Corporate takeover bids methods of payment and bidding firms stock returns. *Journal of Finance* 42, 943 –963.

[160] Vermaelen, T. , 1981. Common stock repurchases and market siganalling: A empirical study, *Journal of Financial Economics* 9, 139 – 183.

[161] Walker, M. , 2000. Corporate takeovers strategic objectives and acquiring firm shareholder wealth. *Financial Management* 20, 53 –66.

[162] Willianmson O. E · , 1971. The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations. *America Economic Review*. May (1), 112 –123.

[163] Winston, C. , 1998. Industry adjustment to economic deregula-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

tion. *Journal of Economic Perspectives* 12, 89 - 110.

[164] Zhang, P. , Wang. P. , Jones, T. , 2002. What determine payment methods in mergers and acquisitions? . Working Paper.

二、中文文献:

[1]蔡柏良. 中国现代企业并购效应实证研究——基于多项并购效应的综合得分模型检验分析. 财经研究,2007(7):124 - 133.

[2]陈信元,张田余. 资产重组的市场反应——1997 年沪市资产重组实证分析. 经济研究,1999(9):47 - 55.

[3]陈雨露,汪昌云. 金融学文献通论(微观金融卷). 北京:中国人民大学出版社,2006.

[4]方芳,闫晓彤. 中国上市公司并购绩效与思考. 经济理论与经济管理,2002(8):43 - 48.

[5]冯根福,吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究. 经济研究,2001(1):54 - 68.

[6]干春晖. 并购经济学. 北京:清华大学出版社,2004.

[7]洪锡熙,沈艺峰. 公司收购与目标公司股东收益的实证分析. 金融研究,2001(6):26 - 33.

[8]胡开春. 股票市场驱动并购研究述评. 财经科学,2007(1):25 - 32.

[9]靳云汇,李学. 中国证券市场半强态有效性检验——买壳上市分析. 金融研究,2000(1):85 - 91.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[10]李青原,王永海．西方公司并购协同效应的理论与实证回顾.财会通讯(学术版),2005(1)：3－9.

[11]李善民,陈玉罡．上市公司兼并与收购的财富效应．经济研究,2002(11)：27－35.

[12]李善民,朱滔．中国上市公司并购的长期绩效——基于证券市场的研究．中山大学学报,2006(5)：80－86.

[13]李善民,朱滔,陈玉罡,曾昭灶,王彩萍．收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析．经济研究,2004(6)：96－103.

[14]李志刚,陈守东,刘志强．我国上市公司并购绩效分析．税务与经济,2008(5)：23－27.

[15]廉思,钱谱丰．我国企业对外并购现状与市场绩效检验．财会月刊,2007(11)：45－47.

[16]刘亮．我国上市公司并购价值创造的实证研究．商业研究,2005(24)：30－33.

[17]刘笑萍,黄晓薇,郭红玉．产业周期、并购类型与并购绩效的实证研究．金融研究,2009(3)：135－153.

[18]满慧．我国企业并购的理论与实证研究——以制度经济学为视角．吉林大学博士学位论文,2007.

[19]秦楠．我国企业并购绩效分析及并购资源整合管理研究．天津大学博士学位论文,2007.

[20]孙健．控制权转移的市场反应——基于投资者情绪的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视角．中国人民大学博士论文,2009.

[21]田敏,高柳．我国上市公司并购绩效实证研究．商业研究,2006(13):24－27.

[22]王化成,孙健,卢闯．控制权转移的微观市场反应——基于丹东化纤(000498)的实证分析．管理世界,2008(8):138－144.

[23]王化成,姚燕．主并公司股权结构与上市公司控制权转移的短期财富效应．经济与管理研究,2006(12):20－26.

[24]王军．四川上市公司并购重组的动因、模式与绩效研究．西南财经大学博士学位论文,2009.

[25]王民治．我国上市公司并购方式效应分析．经济问题探索,2005(12):77－79.

[26]吴育平．资产重组绩效．资本市场杂志,2002(7):64－66.

[27]徐莉萍,陈工孟,辛宇．股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响．经济研究,2005(1):90－100.

[28]杨朝军,蔡明超,刘波．控制权转移公司的股票价格行为研究//刘树成,沈沛主编．中国资本市场前沿理论研究文集．北京:社会科学文献出版社,2000.

[29]姚燕．上市公司控制权转移的财富效应——基于主并公司股权结构的分析视角．中国人民大学博士论文,2006.

[30]叶会,李善民．企业并购理论综述．广东金融学院学报,2008(1):115－128.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[31]余光,杨荣．企业购并股价效应的理论分析和实证分析．当代财经,2000(7):70－74.

[32]原红旗,吴星宇．上市公司资产重组实证分析．经济管理,1998(3):56－58.

[33]张新．并购重组是否创造价值．经济研究,2003(6):20－29.

[34]张维,邹高峰．我国上市公司控制权转移的市场反应．系统工程,2004(12):10－16.

[35]赵息,周军．电力行业上市公司并购绩效实证研究．现代管理科学,2008(5):32－33.

[36]朱宝宪,王怡凯．1998 年中国上市公司并购实践的效应分析.经济研究,2002(6):20－26.

[37]朱红军,汪辉．并购的长期财富效应——经验分析结果与协同效应解释．财经研究,2005(9):102－113.

[38]邹亚生．企业兼并操作指导．北京:经济管理出版社,1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

2011 年年底，我向我的博士生导师宋常教授提起博士学位论文出版的问题，宋老师非常支持，于是我开始了出版的准备工作。在同窗好友邓路博士的协助下，经过几个月的辛苦努力，我的博士学位论文——《股票市场错误定价、企业并购与财富效应》得以付梓出版。

2010 年 12 月 6 日，是我终生难忘的日子，国外专家、校外专家和校内专家五人一致同意我通过博士学位论文答辩，这标志着我在校三年半的学习和研究终于圆满结束。虽然我已经记不清在图书馆查阅各种文献的时刻，也记不清有多少个苦读英文原文文献的夜晚，但这三年半时间里的那些值得也应该铭刻在心的东西将深深留在我的记忆中，我将牢记为了毕业论文冥思苦想不得其解的困惑，也将牢记受老师和同学点拨后豁然开朗的快乐。在这三年半的时间里，我的每一点进步，都与老师、朋友、同学和亲人密不可分。所以，我最想说的是，我要感谢三年半来培养我、鼓舞我、帮助我的老师们、朋友们、同学们和亲人们，虽然，我不能一一列举。

首先，十分感谢我的指导老师宋常教授。2007 年 9 月，我有幸考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入中国人民大学，师从我一直仰慕的宋常老师。在就读之前，就久闻宋老师在国内财务、会计和审计学术界的大名，宋老师在财务理论与实践、审计理论与实践等方面树立了他在国内学术界的重要地位。而在这三年半的学习过程中，宋老师扎实的学术功底、深厚的知识积淀、广阔的思维视角、严谨的治学精神、谦和的待人态度，让我懂得什么是真正的名师。近年来，宋老师在继续全身心投入学术研究并保持自己在专业领域的前沿的同时，还花费了大量的时间和精力指导我们的学习，从博士学位论文的研究方向确定、选题、论文的框架和结构、论文章节的安排、论文的审阅和修改，无一不倾注了宋老师的心血。

其次，感谢商学院院长伊志宏教授、商学院副院长支晓强副教授、财务与金融系主任李焰教授、王化成教授、孙茂竹教授、张瑞君教授、姜付秀教授、况伟大教授、张志强副教授在综合考试的笔试和口试过程中以及论文开题、预答辩及答辩时所提的宝贵意见和修改建议；我同样要深深感谢在论文评阅阶段提出宝贵建议的外校老师，中央财经大学孟焰教授；在博士学位论文答辩时为我提出宝贵建议的外校老师，美国乔治·华盛顿大学杨家文教授、清华大学郝振平教授、首都经贸大学付磊教授。正是这些老师们的不吝赐教，才有了我的论文的进一步完善和提高，他们的点拨让我终生铭记。

为创建一流的商学院、全面提升博士生的培养质量，学院财务与金融系专门聘请了加拿大达尔豪斯大学徐宽教授、美国内华达州立大学刘春林教授、美国加州大学河边分校李灿林副教授、中国人民大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政金融学院汪昌云教授为博士生讲授最前沿的课程，他们分别讲授了高级计量经济学、市场微观结构、金融学前沿和资本市场前沿，他们是一流的学者，我为能够聆听到他们所讲授课程的精彩内容和最前沿的研究成果而倍感荣幸，在此，感谢学院为我们提供一流的师资，感谢各位授课老师为我们传授最前沿的知识和悉心的指导。

我要感谢2007级财务与会计博士班班主任陈君老师。从入学的那天开始，陈老师就不厌其烦地介绍和提醒大家注意学习过程中的课程选修、综合考试、论文发表等问题，并将我们的培养工作安排得井然有序，正是因为陈老师的认真和细致，才有了我们学业的顺利。我还要感谢马老师和施老师，她们的热心服务和指导，让我感觉到了人大商学院这个大家庭的温暖。

我还要感谢目前战斗在重要岗位上的同门师姐祝瑞敏博士、师兄宁永忠博士，是他们的鼓励和帮助，我才有信心报考人大；感谢三年半来一起同窗共读的风华正茂的同学们，他们分别是季勇博士、朱友干博士、邓路博士、刘宁悦博士、聂兴凯博士、郑锐洪博士、李序蒙博士、黄伟亚博士、田薇博士、张永冀博士、张肖飞博士、姜军博士、徐广成博士、胡尔刚博士、王珊珊博士、张栋博士、李培博士、朱秀霞博士和王志超博士等人。在这三年半的时间里，同室好友季勇博士给我的论文写作提出建议，同桌好友朱友干博士帮我收集部分文献，刘宁悦博士不厌其烦地教我查询数据库的方法，同室好友聂兴凯博士独到的学术见解给予我很多启发，这些都让我永远心存感激。特别是进入论文写作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阶段，邓路博士、卿小权博士、李志华博士为我收集和整理论文所需的部分数据，以及对我论文结构和内容所提出的不少建议，让我由衷地佩服他们的专业功底，我为交上了这样的同学和好友而倍感高兴，同时也祝愿他们在今后的研究中取得更大的成绩。我还要特别感谢，在博士答辩的最后阶段，美丽的同门师妹赵懿青博士不厌其烦地为我的论文答辩进行材料的准备和整理，也感谢李华博士担任我的答辩秘书，有了她们的无私帮助，我才能够如此顺利。

此时此刻，我更要感谢情深似海的亲人。正因为有他们的支持，我才能这样始终坚定而执著地追求自己的理想；正因为他们的理解，我才能如此放下心中的顾虑而投入枯燥而单调的学习中去。感谢生我养我的父母，论文的字里行间无不倾注着他们对我的关怀，成长的每一个足迹无不饱含着他们对我的厚爱，尤其是我的老母亲，她虽然没有接受多少教育，但是她多年来始终一贯对我的理解、鼓励和支持，让我真正体会到母爱的伟大，也正是这份母爱，给了我不断学习的动力。感谢我的女儿彭婧昀和彭钰，她们的快乐成长过程不断地给了我人生的启迪，她们的童真给了我更多的快乐和思考，让我在学习、生活和工作中多添了一份责任心和使命感。感谢孩子母亲刘晓萍，正是她的默默支持与奉献以及对孩子的倾心教育和培养，才消除了我的后顾之忧，使得我能够全身心地投入学习中去。

在本书的出版过程中，还要特别感谢我的好友——如今在北京航空航天大学经管学院会计系工作的邓路博士，他在繁忙的教学和科研

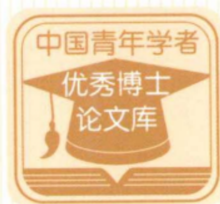
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作中挤出时间，协助我联系出版社和编辑。同时，也非常感谢中国经济出版社的编辑牛慧珍女士，为我的博士学位论文出版进行了大量的编辑和校对工作。正是他们的辛勤付出，才有了本书的顺利出版。

再一次诚挚地感谢所有帮助和支持过我的老师、同学、朋友和亲人！

彭正昌
2012 年 2 月 16 日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财 务 会 计 与 资 本 市 场 系 列

图书上架建议 金融/企业并购


ISBN 978-7-5136-1330-9
9 787513 613309 >

定价：38.00元